ADRIÁN YESID LÓPEZ SOLANO

TÍTULO DE LA MONOGRAFÍA

Estudio del modelo de protección al inversionista en el mercado público de valores en Colombia.

BOGOTÁ D.C., COLOMBIA

2021

UNIVERSIDAD EXTERNADO DE COLOMBIA

FACULTAD DE DERECHO

MAESTRÍA EN DERECHO ECONÓMICO CON ÉNFASIS EN DERECHO ECONÓMICO INTERNACIONAL, COMERCIO, TRANSACCIONES E INVERSIÓN

BOGOTÁ, COLOMBIA

2021

Rector:	**Dr. Hernando Parra Nieto**
Decano de la Facultad de Derecho:	**Dra. Ariana Zapata Giraldo**
Director del Departamento de Derecho Económico:	**Dr. José Manuel Álvarez Zárate**
Director de monografía:	**Dra. Constanza Blanco Barón**

Dedicatoria

Agradezco a Dios por permitirme alcanzar una nueva meta en mi vida, a mis padres y a mi hermano por el amor presente ayer, hoy, mañana y siempre. A mis maestros por el gran ejemplo y conocimientos brindados en el transcurso de esta maestría; a quienes hoy dedico las palabras escritas en este texto, impulsadas por sus desinteresados sentimientos de apoyo y cariño inigualable.

Adrián Yesid López Solano.

Agradecimientos

A mis padres por el gran cariño y aprecio que les tengo, pues son ellos quienes con su gran esfuerzo y dedicación me han hecho la persona que soy hoy en día, a mi hermano quien con sus sabios concejos y gran ejemplo me ha enseñado a ser cada día mejor un mejor profesional con un gran sentido de responsabilidad en el ejercicio de la abogacía, a mis amigos quienes siempre han sido un gran pilar en mi vida y aún más importante a Dios y a la vida por darme la oportunidad de cumplir una nueva meta en mi vida.

Igualmente quiero expresar mis más profundos agradecimientos a la Universidad Externado de Colombia, al departamento de Derecho Económico, a mis profesores, coordinadores, monitores y a cada una de las personas del personal administrativo universitario, pues me hace sentir muy orgulloso pertenecer a esta noble institución de pensamiento liberal que siempre está abierta al análisis y estudio de los fenómenos jurídicos contemporáneos.

Finalmente, quiero hacer extensivos mis agradecimientos a mi directora de monografía, quien dedicó parte de su valioso tiempo a revisar y ofrecerme sus importantes aportes al desarrollo de este texto académico, que espero contribuya a la formación de nuevo conocimiento académico para esta bella y noble profesión.

CONTENIDO

1. RESUMEN DEL PROYECTO 1
1.1 Palabras clave 1
2. ABSTRACT 1
2.1 Key words 2
3. ESTADO DEL ARTE 2
3.1 Antecedentes nacionales 2
3.1 Antecedentes internacionales 3
4. INTRODUCCIÓN 4
5. DESCRIPTORES DEL PROYECTO 8
4.1 formulación del problema. 8
4.1 Planteamiento del problema. 8
4.2 Justificación. 10
6. METODOLOGIA……...……...11
7. OBJETIVOS DEL PROYECTO. 12
7.1 Objetivo general. 12
7.2 Objetivos específicos. 12
8. PRESENTACIÓN DE RESULTADOS……..12
8.1 Marco general de protección al consumidor financiero en Colombia…….13
8.2 Perspectiva jurídica de la inversión como acto de consumo……..…….18
8.3 Diferencia entre los mecanismos de protección a la inversión extranjera directa y a la inversión extranjera de portafolio…….25
9. CONCLUSIONES……....33
10. BIBLIOGRAFIA……....40

TITULO DEL PROYECTO

Estudio del modelo de protección al inversionista en el mercado público de valores en Colombia.

1. RESUMEN DEL PROYECTO

Este proyecto académico, ofrece al lector un estudio crítico del actual derecho de protección al consumidor financiero aplicado a los inversionistas de valores en Colombia, quienes se encuentran amparados como consumidores financieros y por lo tanto protegidos bajo los mismos derechos, mecanismos e instituciones aplicables a todos los sujetos que intervienen en las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Es así que, en el desarrollo de estas líneas, se buscará abordar el problema de catalogar a todos los tipos de inversión como un acto de consumo financiero y por consiguiente adoptar un mismo marco jurídico de protección a los distintos sujetos que intervienen en dichos mercados; todo ello de cara a los principales criterios internaciones para la protección de estos sujetos, esenciales en la arquitectura de todo sistema de valores. Lo cual contribuye sin duda a la consolidación teórica de un modelo más adecuado de protección jurídica a los inversionistas en general, de conformidad con las características particulares del régimen del mercado de valores.

Este artículo también indaga en las diferencias sustanciales entre el régimen de protección de los inversionistas del mercado público de valores y el régimen de protección de la inversión extranjera directa en el país, con miras a construir una clara línea teórica entre los dos regímenes existentes en Colombia para a la protección jurídica de la inversión.

1.1 Palabras clave: Consumidor financiero, Inversión de portafolio, Consumidor inversionista, Inversionista profesional, Derecho de consumo, operaciones de intermediación financiera, operaciones bursátiles y extrabursátiles, accionistas minoritarios, asimetría de la información, problemas de agencia.

2. ABSTRACT

This academic project, offers the reader a critical study of the current financial consumer protection law, applied to securities investors in Colombia, which are covered by under the

same rights, mechanisms, and institutions, that apply to wide variety of subjects operating the financial markets. For this reason, in the development of these lines, will seek to address the problem to consider investment as an act of consumption and therefore adopt the same legal framework for the protection of different subjects in different markets; all of this in view of the main international criteria for the protection of investors, essential in the architecture of any securities system and thus contribute to the theorical construction of a more adequate model of legal protection for investors, in accordance with the particular characteristics of the stock exchange system.

This article also explores the substantial differences between the regime for protecting investors in the public securities market and the protection regime for foreign direct investment in the country, with a view to constructing a clear theorical line between the two existing regimes in Colombia, for the legal protection of investment.

2.1 Key words: Financial consumer, portfolio investment, consumer invertor, professional investor, consumer law, financial intermediation transactions, stock market and over-the-counter transactions, minority shareholders, information asymmetry, agency problems.

3. ESTADO DEL ARTE.

Con miras a establecer los antecedentes académicos y fijar un punto de partida de la investigación, fue necesario establecer desde la literatura académica, las principales fuentes doctrinarias nacionales e internacionales, que permitieran dar a conocer al lector los estudios previos y complementarios que sustentan y guían el desarrollo de este texto académico. Para ello se han establecido las principales fuentes de carácter nacional e internacional que a continuación se enuncian:

3.1 Antecedentes Nacionales

3.1.1 Rincón, F. (2018) Aspectos básicos del derecho del Mercado de Valores*, la protección de los inversionistas.* En J.C Varón, P & Abella A. (Ed.), Régimen del Mercado de Valores T.I (pp. 5- 29). Edición Uniandes, Bogotá D.C, Colombia.

El capítulo escrito por Rincón (2018), en el marco de esta importante obra sobre el régimen jurídico del sistema de valores en Colombia, representa un importante marco conceptual para el desarrollo del tema objeto de investigación, pues hace un análisis detallado de los

elementos que componen la protección al inversionista en los mercados públicos de valores. Así mismo, identifica de manera clara, las principales asimetrías y riesgos a que están expuestos los inversionistas consumidores.

3.1.2 López, J.M. (2018) Intervención del Estado en el mercado de valores, *protección al inversionista.* En J.C Varón, P & Abella A. (Ed.), Régimen del Mercado de Valores (pp. 80- 93). Edición Uniandes, Bogotá D.C, Colombia.

En el marco de este capítulo, el autor expone los modelos de intervención del Estado y la autorregulación del mercado público de valores, en relación con los límites específicos de protección, lo cual es muy importante en el desarrollo de este texto académico, teniendo en cuenta que a partir de allí se construye el concepto teórico por medio del cual, se define las atribuciones y los límites del estado entorno a la protección jurídica del inversionista y las necesidades de proteger a la inversión como un acto de consumo financiero.

3.1.3 Quiñónez, C.E (2017) Protección Jurídica al inversionista en el mercado de valores colombiano. *Revista Justitia ISSN:1692-9403, Universidad Santo Tomas* (pp. 179-197).

Este artículo, resulta de gran trascendencia en el desarrollo de la investigación, porque nos introduce de manera amplia y detallada la forma en que está construido actualmente nuestro sistema de protección al inversionista en el mercado público de valores, siendo fundamental entenderlo para identificar de manera clara las ideas principales de la investigación y particularmente dar una lectura previa a los derechos, deberes e instituciones que protegen a la inversión desde el derecho de consumo financiero.

3.2 Antecedentes Internacionales

3.2.1 Rodríguez, L (2017) Estudio y definición del concepto de consumidor inversionista. *Repositario Universidad de Cantabria.* Madrid, España.

Este estudio de investigación académica, es medular en el desarrollo de los antecedentes académicos previos y por lo tanto es guía de esta línea de investigación; como quiera que el autor, desarrolla de manera amplia y detallada el estudio del concepto de consumidor inversionista, determinado los derechos, figuras de protección y las instituciones que le asisten, dejando una línea crítica de argumentación en tono a su aplicación a todos los actos de inversión.

3.2.1 Moloney, N (2012) The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors? ***European Businnes Organization Law Review. T.M.C Asser Press.*** **Doi: 10.1017/S1566752912000134.**

La investigación académica desarrollada por el profesor Moloney, ofrece una mirada detallada al régimen de protección jurídica del inversionista desde el derecho de consumo; determinando desde la legislación del derecho continental europeo, la forma más idónea en la que se debería proteger jurídicamente a los inversionistas y presentando una argumentación critica sostenida a las recientes políticas que definen la inversión como acto de consumo en los mercados de valores.

3.2.2 Allen, F., Herring, R. (2001) Banking Regulation versus Securities Market Regulation. ***Wharton School, University of Pennsylvania.*** **Estados Unidos.**

El análisis académico realizado por los profesores Franklin Allen y Richard Herring, presenta una importante diferenciación y esquematización del sistema de regulación bancaria con el sistema de regulación de los mercados de valores, de cara a identificar los principales mecanismos y principios generales de protección que determina cada sistema, lo cual resulta trascendental traerlo a colación en la investigación, como quiera que presenta una importante guía de los dos sistemas de regulación y las características rectoras de cada uno de ellos.

4. INTRODUCCIÓN

En todos los mercados de valores, el inversionista ocupa un papel trasversal en la arquitectura de cualquier mercado de valores, pues en la totalidad de los mecanismos de inversión en bolsa, la adecuada y correcta correlación entre emisores e inversionistas, son claves para la prosperidad de cualquier mecanismo de intercambio de valores, independientemente de la forma en que este constituida su arquitectura jurídica y organizacional. De allí que, resulta siempre necesaria la coexistencia de instrumentos, instituciones y leyes particulares, que estén orientadas a la protección jurídica y económica de este tipo de actores que hacen parte esencial del mercado de valores y que están sometidos a unas reglas de juego muy diferentes a las existentes en otro tipo de relaciones jurídicas de orden financiero, donde los riesgos y las obligaciones connaturales de las entidades vigiladas

difieren de las existentes en la arquitectura jurídica y económica del ecosistema de inversión en valores.

Así las cosas, la Ley 1328 de 2009, crea un régimen de protección al consumidor financiero, en el cual pone como centro de especial protección estatal al consumidor financiero, definición donde se encuentra inmerso los inversionistas del mercado de valores de forma abstracta. En tal sentido, en Colombia esta instituida una Dirección de Protección al Consumidor Financiero con función de la Superintendencia Financiera de Colombia que tiene tanto facultades administrativas como jurisdiccionales para la solución de los asuntos y vicisitudes que afectan a dichos consumidores, en su interrelación con las entidades vigiladas por citada institución. Para tal efecto, se ha construido toda una arquitectura jurídica que permite a los sujetos calificados como consumidores financieros, acudir tanto en sede administrativa como jurisdiccional de la Superintendencia para lo protección de los intereses generales e individuales de dichos sujetos o bien acudir a otros mecanismos creados legislativamente, tales como el defensor de los consumidores financieros, mediante la instauración de denuncias y/o demandas que activen la función administrativa o judicial.

Es por este motivo, que resulta necesario que nuestro ordenamiento jurídico se adecue de manera más eficiente con el tipo de consumidor financiero al que se le pretende brindar un marco regulado de protección en uso de las facultades Estatales de intervención en la economía, teniendo en cuenta que, una cosa es hablar de un cliente del sistema financiero, que en virtud de una operación pasiva de crédito decide abrir un depósito bancario y otra muy diferente es hablar de un inversor de renta variable que actúa de manera profesional y habitual en el mercado de valores, comprando y vendiendo acciones u otro tipo de valores; siempre con el conocimiento a priori de los riesgos de dicha operación, los cuales generalmente se traducen en una pérdida de rentabilidad de los recursos destinados a la inversión en un emisor determinado[1]. Esto en comparación con un ahorrador o cuentacorrentista, donde existe una obligación clara de retorno en favor del depositante y

[1] Sobre el particular comenta el doctor Rincón (2018) que: *"la expectativa de rentabilidad adicional es, por su naturaleza incierta y riesgosa, dado que existen muchos factores que pueden afectar la capacidad de repago o generación de valor por parte de los emisores de valores. Muchos de esos factores son imprevisibles, especialmente en horizontes de largo plazo, propios de los mercados de valores"* (p. 6)

donde son casi inexistentes los riesgos de pérdida del depósito o cualquier otra circunstancia que impidan el cumplimiento de las obligaciones generadas por parte de la entidad bancaria.

Es así que, para el éxito de cualquier mercado de valores existente, se requiere de un conjunto adecuado de instrumentos e instituciones, que estén orientadas a la protección jurídica y económica particular del inversionista, quien, en virtud de una relación de orden contractual, decide destinar un porcentaje de sus ahorros a invertirlos en uno o más emisores de valores, con la promesa incierta y riesgosa de un retorno de capital rentabilizado a largo plazo. Este acto jurídico de inversión en el mercado de valores siempre va atado a los riesgos propios y connaturales de este tipo de actividades financieras, como lo son los riesgos de pérdida parcial o total de retorno, los cuales varían, dependiendo el perfil y el nivel del riesgo asumido por el inversor, en correlación con las expectativas de retorno. Empero hay otros aspectos y patologías que afectan el adecuado desarrollo del mercado de capitales y sobre los cuales nuestro actual estatuto de protección al consumidor no brinda una respuesta acertada, teniendo en cuenta el tipo y la naturaleza de inversión o bien brinda soluciones que ya están dadas en otros instrumentos jurídicos

Corolario de la relevancia jurídica de los inversionistas para los sistemas de valores, importantes organizaciones internacionales como la OICV-IOSCO[2], así como reguladores de valores en todo el mundo, han venido reconociendo entre sus más importantes principios la necesidad de adecuar las distintas legislaciones nacionales, hacia la protección jurídica del inversionista, mediante la creación de mecanismos oportunos y eficientes para hacer frente a las malas prácticas y conductas fraudulentas cometidas en este tipo de mercados y de esta forma contribuir a la disciplina de los mercados de valores, buscando siempre, que los inversionistas confíen cada vez más en el sistema como fuente viable de inversión y ahorro.

Así entonces, a partir de la importancia jurídica que implica un adecuado y eficiente sistema de protección particular al inversionista en el sistema de valores, es oportuno dar un vistazo a la forma en como nuestro ordenamiento jurídico protege a dichos sujetos como consumidores de servicios financieros, y en tal sentido poder identificar como desde un juicio

[2] Ver IOSCO *issues sound practices to assist members in enhancing complaint handling and protect retail investors.* Enero de 2021, disponible en https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS590.pdf [consulta 09 de febrero de 2021].

racional a priori, nuestro actual estatuto de protección al consumidor financiero trata de manera indistinta a dos sujetos jurídicos con diferentes patologías y riesgos asociados por cada tipo de operación. *Verbigracia* en un sistema de financiación común o en cualquier operación activa y/o pasiva de crédito como el negocio de apertura de una cuenta corriente, el consumidor financiero tiene un mayor grado de seguridad en cuanto al retorno de los ahorros depositados, en tanto nuestro derecho de consumo, debe ser más certero a la hora de contemplar cargas obligacionales a la entidad bancaria; por el contrario, cuando hablamos de un inversionista en un mercado de capitales, encontramos a un sujeto que tiene una mayor propensión al riesgo y que siendo consciente de ello decide invertir en un mercado de alta volatilidad, como sucede la más de las veces con la inversión en valores[3]; es así que nuestro estatuto jurídico debe actuar de una manera particular y autónoma atenuando y reforzando determinadas cargas, dependiendo el tipo de mercado en que actúan dichos sujetos. Esto, con el objetivo de dar una protección efectiva a las vicisitudes que afectan la inversión en valores, las cuales son totalmente distintas, en comparación con los riesgos a los que están expuestos los consumidores financieros que actúan en el mercado bancario.

Por tal motivo, el interés del legislador de proteger la inversión como obligación, no implica perse que la misma sea idónea para la protección de los inversionistas de valores, en relación con las garantías de retorno y protección de las pérdidas que se puedan llegar a tener como consecuencia de la realización de operaciones, donde por regla general opera la ecuación riesgo – utilidad, que no tienen otras operaciones del sistema financiero verbigracia: negocios de apertura cuenta, certificados de depósitos a término y otros negocios bancarios, donde la institución financiera ostenta la calidad de garante de los ahorros del público. Motivo por la cual, las cargas obligacionales no pueden ser transversales y tienen que amoldarse al tipo de operación que se pretende proteger, en tanto, la preocupación del legislador, está fundamentada por el deber de información predicable de los emisores e

[3] Es una característica connatural de los distintos perfiles de riesgos asociados a los inversionistas en los mercados públicos de valores, el cual se traduce en una pérdida económica para el inversionista: cuando, de conformidad a lo señalado por el auto regulador del mercado de valores AMV (2012) "*se realiza una inversión y está se desvaloriza, sufriendo como consecuencia un daño económico por la pérdida general de los dineros. De allí que el riesgo y el retorno están relacionados casi de forma proporcional. Si se desea una ganancia mayor, se debe asumir un mayor riesgo. Por lo tanto, no existe retorno sin riesgo, normalmente, a mayor riesgo, mayor rentabilidad, sin que ello implique siempre una relación directamente proporcional, ello depende de la naturaleza del riesgo y las características de la inversión".*

intermediarios del mercado, de disponer información material[4] que le permita al inversionista evaluar y valor los riesgos de una determinada inversión y siendo consciente de ello, pueda tomar la decisión de invertir o no en un determinado activo del mercado de valores

En vista de ello, el objetivo de este texto académico es abordar mediante una investigación jurídica exploratoria, la forma en que el sistema jurídico colombiano protege al inversionista como consumidor financiero, mediante la adopción de una lectura crítica de las medidas y mecanismos implementados legislativamente para la protección de estos sujetos que actúan en un mercado donde existen una serie de riesgos y particularidades distintas, en comparación con otro tipo de productos financieros. Para ello, será necesario hacer un análisis del ecosistema del mercado de valores y los problemas típicos asociados a este tipo de actividades, con miras a determinar si el actual derecho de protección al consumidor financiero se ajusta a las distintas modalidades y tipos de riesgos a que están acostumbrados los inversionistas en los mercados de valores desintermediados y así poder establecer, si es necesario o no efectuar un ajuste a nuestro actual sistema de protección jurídica aplicable a los inversionistas que actúan en los mercados de capitales conforme a las reglas del actual derecho protección al consumidor financiero.

En este sentido, será necesario hacer uso de la descripción y análisis del sistema de protección al consumidor financiero desde una concepción teórica, para así dilucidar las tendencias contemporáneas del derecho interno e internacional acerca de la protección jurídica del inversionista y como a partir de allí, se puede identificar la dicotomía existente entre el sistema de protección al consumidor financiero y los mecanismos de protección al inversionista partiendo de la asunción de riesgos y la existencia de patologías particulares, que afectan los dos mecanismos financieros.

Por otro lado, este artículo tendrá como otro propósito ofrecer al lector una diferenciación teórica entre las distintas formas de protección jurídica a la inversión en el país y estudiará particularmente las principales características de los mecanismos de protección de la inversión indirecta o de portafolio y los establecidos vía instrumentos

[4] De conformidad a lo señalado en el artículo 5.2.4.1.2 del Decreto 151 de 2021: La información material es aquella que sería tenida en cuenta por un inversionista prudente y diligente al momento de comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos a tales valores.

internacionales para la protección de la inversión extranjera directa en el país, esto, con el propósito de generar una perspectiva más amplia del espectro jurídico que involucra las distintas relaciones de inversión y la forma en la que actúa nuestro ordenamiento jurídico para su protección como sujetos de vital importancia en el ciclo económico Nacional.

Todo ello, con el objetivo de brindar al lector una mirada más amplia del espectro que implica la protección jurídica a la inversión en sus distintitas modalidades, para lo cual será necesario referirnos a los métodos y mecanismos que distinguen desde el principio general de la regulación a los diferentes mecanismos y tipos de inversión en el país.

5. DESCRIPTORES DEL PROYECTO

5.1 Formulación del Problema

¿Cómo debe ser la forma más adecuada de proteger jurídicamente a los inversionistas del mercado público de valores?

5.2 Planteamiento del problema.

Este texto de carácter académico buscará determinar si el actual sistema de protección al consumidor financiero es la manera más adecuada de proteger al inversionista en el mercado de público de valores en Colombia, al darle un tratamiento indistinto a dichos sujetos de protección jurídica y asimilarlos como consumidores financieros sujetos a unas mismas medidas de protección particular por parte de dicho estatuto. Esto con el fin de establecer si se justifica o no dar un tratamiento diferenciado a los distintos tipos de inversionistas que actúan en los mercados de valores, de acuerdo con la naturaleza y los distintos riesgos a que están expuestos estos sujetos en los mercados primarios y secundarios, para lo cual será necesario dar una lectura a la problemática desde el estudio de las diferentes fuentes e instituciones de derecho nacional e internacional.

Lo anterior parte del tratamiento legislativo contenido en la Ley 1328 de 2009, en el cual se entiende a los inversionistas y potenciales inversionistas que acuden a los mercados de valores como consumidores financieros, concepto que es aplicado tanto a los clientes y usuarios del sistema bancario, como a los inversionistas que acuden a los mencionados mercados de capitales. Es así que, tal asimilación teórica de categorías que bien pueden ser

divergentes entre sí puede llegar a generar grandes dificultades prácticas a la hora de proteger jurídica del inversionista bajo la perspectiva del derecho de consumo, donde teórica y jurisprudencialmente, se ha entendido el concepto de consumidor financiero como un sujeto débil y desinformado, sobre el cual el Estado tiene la carga de actuar en procura de proteger los derechos de dichos sujetos, así como remediar las fallas del mercado para generar confianza en el sistema.

Como consecuencia de tal tratamiento legislativo, no se ha logrado cuestionar a los inversionistas como agentes que actúan en un mercado sometido a altos grados de volatilidad y riesgos propios de las operaciones en valores y otras clases de activos; sobre los cuales, dichos sujetos son completamente conscientes a la hora de invertir en este tipo mercados. Razón por la cual no todas las veces, la inversión en valores debe ser considerada como un acto de consumo financiero, en tanto, nuestro ordenamiento jurídico debe actuar de manera distinta a la forma en que actúa con las personas que acuden a los mercados financieros. Como quiera que deberes como el de la información predicables a todo tipo de establecimientos vigilados, deben estar acorde con el tipo de operaciones desarrolladas por los inversionistas, con el fin de garantizar un adecuado marco jurídico de protección a dichos sujetos esenciales para el adecuado funcionamiento del mercado y el crecimiento económico sostenido del Estado.

Por otro lado, es querer del escritor, ofrecer al lector un estudio de las principales diferencias entre los distintos regímenes y formas de proteger a la inversión, en el país, distinguiendo académicamente las disposiciones especiales aplicables a la inversión extranjera en portafolio y las establecidas para la inversión extranjera directa, con el objetivo de contribuir académicamente al entendimiento de los dos regímenes de protección y explorar las principales contribuciones que se pueden hacer de un régimen al otro. Todo ello con el objetivo de estudiar y profundizar más fondo, la forma en que el principio general de la protección, brinda un marco jurídico regulatorio a los diversos mecanismos de inversión en el país y determinar si la protección jurídica es sistemática a estos vehículos de inversión.

5.3 Justificación.

Este texto académico, tiene como objetivo ofrecer al lector un marco crítico, sobre la protección del inversionista en el mercado de valores, bajo las actuales normas de protección

al consumidor financiero definidas en la ley 1328 de 2009 y demás normas complementarias. Para lo cual será necesario indagar sobre la forma en que debe actuar nuestro ordenamiento jurídico frente a este tipo de sujetos de especial interés para el Estado y si se justifica o no acomodar el actual estatuto a los continuos cambios generados en las actividades públicas de valores, donde existen en principio unas reglas de juego especiales y especificas en correlación con los demás instrumentos financieros existentes en la actividad bancaria.

Esta investigación teórica, tiene un aporte practico para el estudio del Derecho Económico, enfocado en las áreas propias de la inversión, así como otras áreas reguladoras del Derecho del Mercado de Valores, por que busca hacer una continua retroalimentación y generación nuevas soluciones viables e idóneas para la protección del inversionista que actúa en los distintos mercados de valores, de tal forma que el propósito de esta monografía, es contribuir a mejorar el ecosistema y la arquitectura de los sistemas de inversión en valores no solo en Colombia sino en todo el mundo, especialmente para aquellas economías en estado de desarrollo, donde la protección del inversionista como consumidor financiero, es todavía precaria.

El beneficio de este escrito, es contribuir académicamente a la discusión jurídica relevante a la protección de los inversionistas, que permitan construir y redibujar los actuales mecanismos de protección al inversor en el Mercado de Valores de Colombia, para así lograr mecanismos e institutos más fuertes e idóneos que fomenten la inversión nacional y extranjera en el país, pues como lo han descrito importantes organizaciones internacionales como la OICV-IOSCO, una adecuada protección jurídica al inversionista que actúa en un mercado de valores, es fundamental para el éxito de cualquier mercado de capitales y contribuye de manera significativa al crecimiento económico nacional. Así mismo, se busca con este texto fomentar futuras investigaciones y construcciones doctrinales enfocadas a la protección jurídica del inversionista no solo en mercados intermediarios, sino en los demás tipos de actividades extrabursátiles que hoy en día representan un importante reto jurídico para la Nación.

Finalmente, es importante para el estudio del Derecho Económico Internacional, poder establecer una clara diferenciación entre los distintos regímenes de protección jurídica de la inversión en el país, con el objetivo de identificar las principales aristas que separan el

régimen de protección al inversionista de portafolio con el régimen de protección a la inversión extranjera directa en el país y de esta forma poder trazar una clara línea teórica entre estos conceptos, desde sus diferentes formas de protección, los cuales aunque confluyen en un mismo interés jurídico, existen entre ellos una clara ambivalencia en la forma de protección de cada una de las formas de inversión en el país. Razón por la cual conviene distinguirlos y establecer si los mecanismos de protección son asimilables o si por lo contrario reflejan dos métodos de protección distintos.

6. Metodología

Este estudio analítico, hará uso de una metodología descriptiva y explicativa, en la cual, se buscará dar una solución teórica a la formulación del problema planteado, mediante la realización de un juicio de necesidad de las actuales medidas de protección implementadas en la Ley 1328 de 2009 aplicables a los inversionistas que actúan en el mercado público de valores. Así las cosas, las relaciones explicativas a analizar son aquellas comprendidas entre los actuales mecanismos de protección al consumidor financiero y su aplicación a los inversionistas del mercado capitales en Colombia. Esto en conjunto con la naturaleza y tipos de riesgos asociados a las operaciones desarrolladas en estos tipos de mercados, lo cual nos permitirá de otro lado, poder indagar en las diferentes características sustanciales de los regímenes de protección a la inversión extranjera en portafolio y a la inversión extranjera directa en el país, con miras lograr un entendimiento más amplio de los diferentes marcos jurídicos de protección a la inversión.

7. OBJETIVOS DEL PROYECTO.

7.1 Objetivo general.

Determinar si el actual estatuto de protección al consumidor financiero consagrado en la ley 1328 de 2009 y demás normas complementarias garantizan una protección efectiva a los inversionistas que actúan en el mercado de valores en Colombia, conforme a los distintos tipos de riesgos a que están expuestos los inversionistas en cada uno de los mecanismos de inversión y poder establecer las diferencias existentes entre los distintos regímenes de protección de la inversión implementados en Colombia.

7.2 Objetivos específicos.

- Efectuar un análisis de los mecanismos de protección al consumidor financiero contemplados en nuestra legislación nacional y determinar si los mismos se ajustan a los distintos tipos de inversionistas que actúan en el mercado de valores de Colombia.
- Identificar los mecanismos de protección al inversionista contemplados por el legislador colombiano y hacer un examen crítico entorno a su relevancia y pertinencia para la solución de los riesgos a que están expuestos dichos sujetos, examinando la necesidad de un estatuto separado del actual sistema de protección al consumidor financiero.
- Realizar un estudio comprado de los regímenes jurídicos de protección de la inversión extranjera directa y la inversión en portafolio, con miras a identificar los distintos modelos de protección aplicables e identificar los principales retos de Colombia, entorno a la protección de los inversionistas que actúa en el mercado de valores de Colombia.

8. PRESENTACIÓN DE RESULTADOS.

8.1 Marco general de protección al consumidor financiero en Colombia.

En el contexto de las grandes crisis económicas que golpearon el sistema financiero mundial a inicios del siglo XX, el objetivo de la regulación financiera estuvo enfocada en la prevención de los riesgos sistémicos que afectarán al mercado, mediante una intensa regulación bancaria encaminada a evitar la generación de nuevas crisis financieras e impedir así, la perturbación del funcionamiento normal de los mercados e instituciones financieras, mediante la implementación de un estricto control de los monopolios, adoptados en de las primeras leyes de competencia, aprobadas para la protección no solo del mercado sino del consumidor financiero, el cual estaba a la deriva de los precios monopolísticos existentes en este tipo de mercados[5], donde confluían conjuntamente la banca comercial, con la banca de inversión (Allen & Herring, 2001).

[5] Sobre el particular, es especialmente importante, citar a Lee (2012) quien señala que: "la tesis del poder de compra que atribuía la causa de la Gran depresión a la falta de poder de compra ocasionada por la mala distribución del ingreso, debido, a su vez, a la aparición de los grandes conglomerados financieros y la fijación de precios de monopolio facilitaron el ambiente la generación de la crisis. Como resultado de ello,

Es así que, mediante la adopción de medidas regulatorias surgidas con posterioridad a las crisis económicas que azotaron a grandes países del mundo, se empezó a darle un papel más importante al consumidor financiero, con el fin de brindar una mayor sostenibilidad al mercado, mediante la promulgación de las primeras regulaciones adoptadas para la protección de los usuarios bancarios a finales durante el siglo XX (Pérez, 2009). Las cuales estuvieron principalmente enfocadas en aquellos consumidores financieros poco sofisticados, a quienes el derecho debía entrar a proteger de la incompetencia, la negligencia, el fraude y la asimetría de la información existente en el sistema bancario e incentivarlos así a invertir en una multiplicidad de instrumentos financieros.

Dichas políticas se profundizaron a final del siglo XX, particularmente, a partir de la promulgación de las primeras legislaciones neoliberales que propendían por una completa desregularización de los mercados financieros, alrededor de los años 80, donde paralelamente se empezó a implementar un esquema de protección estatal a los consumidores financieros quienes fueron vistos en varias regulaciones como una parte débil y desinformada en el entramado de las relaciones bancarias (Galeano, 2013). En tal sentido, el derecho debía entrar a proteger a dichos sujetos, de cara a los abusos de posición de dominio contractual, a las asimetrías de información y a la existencia de precios abusivos en el mercado.

Esta evolución del derecho de protección al consumidor financiero, no fue ajena para el Derecho Latinoamericano, donde se empezó a blindar jurídicamente a este tipo de consumidores, particularmente en Colombia, después de la adopción de los Acuerdos de Basilea y con posterioridad a la crisis financiera del UPAC, donde fue necesaria la adopción de tales mecanismos, con el fin de generar una mayor confianza de los clientes en las entidades financieras que pertenecían al sistema bancario nacional. Lo cual hizo que la crisis fuese superada más rápidamente y con menor costo, si se compara con otras crisis financieras que azotaron el hemisferio occidental (Herrera, 2017[6]).

particularmente en Estados Unidos el carácter competitivo de la economía había disminuido, y como consecuencia de ello a fijar gradualmente precios de monomio en los mercados financieros". (p. 116)

[6] Herrera, B (2017) *Globalización financiera: banca y crisis,* Bogotá DC, Colombia. Universidad Externado de Colombia PP 172 a 201.

Dichas medidas fueron promulgadas en conjunto con las políticas reguladoras del sistema bancario[7], que exigían mayores requerimientos técnicos y presupuestales a las entidades que querían dedicarse a la realización de una o más operaciones financieras, de conformidad a lo contemplado hoy en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, donde además, se implementó una Red de seguridad financiera, provista por los esfuerzos de los reguladores del sistema financiero, tendientes a evitar la generación de quiebras bancarias, en conjunto con algunos nuevos instrumentos que fueron implementados para la protección jurídica del consumidor; los cuales fueron contenidos principalmente en la Ley 1328 de 2009, como uno de los principales instrumentos post-crisis para el fomento de un mayor ambiente de inversión en dichas instituciones y los cuales, en palabras de Ocampo (2019) "le permitieron a Colombia, salir mejor librado de la crisis del año 2008, a pesar de las dificultades de las instituciones financieras. Lo cual logró retornar rápidamente a los niveles normales de cartera vencida, rentabilidad y riesgos en general" (p. 157).

Dicho esto, con la adopción de la Ley 1328 de 2009, se introdujo en Colombia, un sistema de protección jurídica a los clientes, usuarios o clientes potenciales de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. En el cual se consagró un conceto tripartita de consumidor financiero, integrado por (i) el cliente, definido como "*la persona natural o jurídica con quien las entidades vigiladas establecen relaciones de origen legal o contractual, para el suministro de productos o servicios, en desarrollo de su objeto social"* (ii) El usuario, entendiendo por este como *"la persona natural o jurídica quien sin ser cliente, utiliza los servicios de una entidad vigilada" y* (iii) El cliente potencial, siendo este *una persona natural o jurídica que se encuentra en la fase previa de tratativas preliminares con la entidad vigilada, respecto de los productos o servicios ofrecidos por esta.*

Sin perjuicio de tal caracterización, llama la atención, que el Estatuto de Protección al consumidor financiero no contemplara una definición de acto de consumo o de relación de consumo en el ámbito de las relaciones financieras como si lo hace en normas de protección

[7] La regulación del sistema bancario, particularmente desde la tesis de protección de los consumidores, resulta transversal a la hora de identificar los antecedentes que facilitaron la adopción del sistema de protección al consumidor de los usuarios de las entidades financieras.

jurídica a consumidores reguladas en la Ley 1480 de 2011[8], en la cual, si bien no define el concepto de relación de consumo como lo hacen otras legislaciones en el mundo, sí determina quienes tienen la condición de usuarios o consumidores, entendiendo por estos a toda persona natural o jurídica, que ostente la condición de destinatario final de un producto o servicio, adquirido para su disfrute privado, familiar y empresarial, siempre que dicho bien o servicio no esté ligado intrínsecamente a su actividad comercial. En tal sentido, desde la norma general de protección al consumidor, para que exista una relación de consumo o se le pueda atribuir a un sujeto la calidad de consumidor, es necesario que concurran dos elementos (i) un elemento subjetivo, que está relacionado con la posición de destinatario final de un bien o servicio y (ii) un elemento objetivo, determinado por el objeto o destino del bien o servicio adquirido, el cual debe estar por fuera de toda actividad productiva y destinado única y exclusivamente a satisfacer una necesidad propia o privada.

Aunado a lo anterior, el concepto de consumidor ha sido entendido jurisprudencia de la Corte Suprema[9] de Justicia, como un sujeto ostenta de gran debilidad contractual en correlación con su contraparte negocial, pues:

"La relación de consumo constituye una particular categoría que surge entre quienes se dedican profesionalmente a elaborar o proveer bienes o prestar servicios con quien los adquiere con el fin de consumirlos; y es precisamente el consumidor, quien, por encontrarse en condiciones de vulnerabilidad económica y desequilibrio, es destinatario de una especial protección normativa; por supuesto que la profesionalidad del productor que lo hace experto en las materias técnicas científicas en torno de las cuales realiza su labor, su sólida capacidad económica, su vocación para contratar masivamente, las modalidades de contratación a las que acude, entre muchas otras particularidades, lo sitúan en un plano innegable ventaja negocial que reclama la intervención de legisladores y jueces con miras a reestablecer el equilibrio perdido"

[8] Ley 1480 de 2011, art. 5, num. 3: "Consumidor o Usuario: Toda persona natural o jurídica que, como destinatario final, adquiera, disfrute o utilice un determinado producto, cualquiera que sea su naturaleza [,] para la satisfacción de una necesidad propia, privada, familiar o doméstica y empresarial cuando no esté ligada intrínsecamente a su actividad económica. Se entenderá incluido en el concepto de consumidor el de usuario"

[9] Sala de casación civil, Corte Suprema de Justicia de Colombia, sentencia del 30 de abril del año 2009

Pero bien, dicha construcción legal y jurisprudencial del concepto de consumidor y de relación de consumo, no puede ser aplicada a normas especiales como el estatuto de protección al consumidor financiero, razón por la cual, todas las relaciones establecidas entre entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y los consumidores financieros, se consideran como relaciones de consumo financiero, en tanto que la noción de consumidor financiero es genérica y no admite elementos especiales de aplicación como si lo admite el sistema general de protección al consumidor. Por lo tanto, en la relación del cliente con las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, no importa la finalidad del contrato suscrito con el usuario, ni la finalidad del bien o servicio adquirido por el usuario. Razón por lo cual todo el cumulo de operaciones pasivas o activas de crédito entran en el ámbito de las relaciones de consumo, sin importar si quien suscribe un contrato de depósito a término o celebra una operación de leasing financiero es una gran empresa cuya finalidad comercial está dirigida a la prestación de servicios mediante la realización de una o más operaciones financieras o una persona natural que adquiere un crédito de libre inversión para la adquisición de un vehículo Villalba (2011)[10].

En este sentido, la Ley 1328 de 2008 encerró en el concepto de consumidor financiero a una multiplicidad de sujetos que bien pueden llegar a tener dos capacidades de negociación totalmente distintas, entre los cuales introdujo a los inversionistas que actúan en los mercados públicos de valores como sujetos débiles y desinformados (Valenzuela, 1993[11]) y aparejó a dicha asimilación legislativa el tratamiento jurisprudencial dado a los consumidores en general, sobre los que el Estado debía entrar a proteger mediante la consagración de una serie de mecanismos de protección contractual que permitieran fortalecer la capacidad de negociación de dichos consumidores frente a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

Así las cosas, el estatuto de protección al consumidor financiero consagrado en la Ley 1328 adopto un marco jurídico de aplicación uniforme destinado a la protección tanto a los consumidores bancarios como a los inversionistas que acuden a los mercados de valores, dotándolos de una serie de derechos y mecanismos que facilitarán su protección mediante la

[10] Villalba J,C (2011) *Los contratos de consumo en el derecho colombiano y el derecho comparado.* Bogotá, Colombia, Universidad Militar Nueva Granada.
[11] Valenzuela, F (1993) *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores.* Madrid: Civitas.

inclusión de herramientas encaminadas a la protección contractual entablada entre inversionistas e instituciones vigiladas por la Superintendencia Financiera. Dichos derechos y mecanismos aplicables tanto a consumidores del mercado bancario como a inversionistas se enuncian a continuación:

Tabla 1 Marco general de protección al consumidor financiero.

Esquema general de protección al consumidor financiero	
Consagración de derechos particulares	- Derecho a recibir por parte de las entidades vigiladas productos y servicios con estándares de seguridad y calidad, de acuerdo con las condiciones ofrecidas y las obligaciones asumidas por las entidades vigiladas. - Derecho a tener a su disposición la publicidad e información transparente, clara, veraz, oportuna y verificable. - Derecho a exigir la debida diligencia en la prestación del servicio por parte de las entidades vigiladas. - Derecho a recibir una adecuada educación respecto de las diferentes formas de instrumentar los producto y servicios ofrecidos. - Derecho de presentar de manera respetuosa consultas, peticiones, solicitudes, quejas o reclamos ante las entidades vigiladas
Mecanismos de protección aplicable a los consumidores financieros	- Se crea la posibilidad de que los consumidores financieros incluidos por supuesto a los inversionistas puedan formular quejas ante el defensor del consumidor financiero o ante el autorregulador del mercado de valores para la imposición de sanciones a las entidades vigiladas.

Fuente: elaboración propia con base en Quiñonez (2017).

Así las cosas y conforme a la estructura general del estatuto de protección al consumidor financiero, el hecho de dar un mismo tratamiento legislativo a sujetos que bien pueden llegar a tener dos capacidades de negociación totalmente distintas genera problemas prácticos a la hora de proteger los intereses de los consumidores financieros que si tienen una mayor debilidad en el marco de las relaciones contractuales en consideración con los grandes tomadores de riesgo en los mercados de valores. Es así que, esta conjunción de sujetos limitada a la celebración de contratos con entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera genera una fuerte contradicción en el ámbito de la inversión en mercados de valores especialmente a la hora de dotar un mismo marco jurídico de protección a los

diferentes tipos de inversionista que actúan en este tipo de mercados. De allí que es necesario entrar a analizar las problemáticas prácticas y jurídicas que implica considerar la inversión como un acto de consumo financiero y en consecuencia de ello, dotar un esquema de protección contractual a dichos sujetos.

Teniendo en cuenta que la aplicación de ciertas cargas y deberes de los consumidores, especialmente aquellas relacionadas con el deber de información y la obligación correlativa de las entidades vigiladas de brindar una educación adecuada a los consumidores de los productos o servicios que recibe, no puede ser aplicada de la misma forma a un inversionista que profesionalmente se dedica a invertir en una gran variedad de activos financieros y a un usuario del sistema bancario quien por naturaleza opera en un mercado donde por naturaleza existe asimetría de la información. Villegas, et al (2018).

7.2 Perspectiva jurídica de la inversión como acto de consumo.

La construcción de un marco de protección al consumidor inversionista desde la óptica del Derecho de Consumo, tuvo como uno de sus principales orígenes los riesgos y conflictos generados a los pequeños inversionistas que se vieron principalmente afectados por la crisis bancaria y bursátil de Estados Unidos, entre los años 2007-2009, en la cual, existió una contaminación del mercado de las denominadas hipotecas suprime y una posterior falta de liquidez en el mercado que conllevó a que productos financieros que no estaban diseñados para el pequeño inversor terminaran en manos de este. Situación que desembocó en la generación de la crisis del sistema financiero y a la adopción de medidas de protección jurídica para esos pequeños ahorradores gravemente afectados por las pérdidas generales de sus inversiones, así como por el reciente intereses en la legislación proveniente de los recientes mecanismos que involucran la captación de fondos providentes de los pequeños ahorradores (Rodríguez, 2017[12])

Así las cosas, bajo el contexto de la crisis suprime ocasionada por la corrección económica de estos activos tóxicos que desincentivaron la inversión y generaron la quiebra de importantes actores en el mercado como Bear Stearns y Lehman Brothers, generó para los clientes de la banca de inversión entre ellos una gran cantidad de consumidores

[12] Rodríguez L (2017) *Estudio y definición del concepto de consumidor inversionista.* Santander, España-Universidad de Cantabria, obtenido de https://repositorio.unican.es/xmlui/handle/10902/11981

inversionistas, una gran cantidad de pérdidas en los ahorros del público que estaban principalmente instrumentalizados en hipotecas suprime, las cuales en tiempos de crisis no valían nada. Aunado de ello, en análisis académico del profesor (Herrera 2017), la crisis financiera que llevó consigo la pérdida importante de los ahorros de los inversionistas[13] y particularmente la generación de la crisis en una gran parte de los hogares de los estadounidenses, fue precedida por dos importantes olas de desregularización de los mercados financieros, la primera de ella acaecida a finales del siglo XX donde se empezaron a implementar medidas de flexibilización en la regulación del sistema bancario y bursátil, que resultaron en la implementación de varias operaciones peligrosas realizadas por la banca estadunidense y la segunda de ellas, originada por la consolidación de las reformas de Basilea en Montoya

ss-Steagall mediante la implementación de la Gramm-Leach-Bliley Act de 1999, la cual autorizó la realización de actividades con títulos valores a subsidiarias no bancarias que pertenecían a *holdings financieros* y filiales financieras de bancos que a su vez pertenecían a bancos comerciales [14]. (Herrera, 2017)

Como consecuencia de los fenómenos económicos acaecidos, la etapa postcrisis llevó a la consolidación de una importante ola de regularización macro y micro prudencial alrededor del mundo, con el fin de garantizar la estabilidad del sistema financiero y la protección del inversor en los mercados donde actúan una multiplicidad de clientes inversionistas, mediante la implementación de un amplio abanico de medidas que abarcaban una serie de mecanismos enfocados a la regulación de los mercados en donde actuaban los pequeños inversionistas. A los cuales se le empezó a dar desde el derecho continental europeo la característica de un consumidor de productos, que actuaba basado en una serie de decisiones y elecciones de consumo financiero (Moloney, 2012[15]). Situación que género que

[13] Citando a Jaffee et al. (2009) sugiere que la caída de los precios del mercado hipotecario y la reducción de los créditos condujo a una oleada de impagos y ejecuciones hipotecarias, que se tradujo en la perdida general de los ahorros del público, principalmente por la desregularización de la banca de sombras.
[14] En palabras del profesor Beethoven (2017) estas reformas consistieron en: *permitir a las empresas financieras entrara en los mercados en los cuales no poseían suficiente experiencia, de forma que no solo podían transar valores. Diferentes a su actividad central en un departamento separado, lo cual permitió que los bancos transfieran gradualmente sus ganancias de banca tradicional a banca de inversión más riesgosa y volátil*
[15] Moloney, N (2012) *European Business Organization Law Review.* Frankfurt Germany, T.M.C Asser Press Doi: 10.1017/S1566752912000134.

medidas que estaban diseñadas para los pequeños ahorradores principalmente golpeados por la crisis financiera *Suprime*, fueran implementadas de igual formar para los robustos tomadores de riesgos mediante la implementación de regulación cada vez más intervencionista sobre los mercados de capitales.

Esta creciente actividad regulatoria, encaminada a la protección de los inversionistas ha generado un fuerte debate teórico a la hora de identificar los casos en que un inversionista carezca de la naturaleza de consumidor y a partir cuando puede atribuírsele la condición de tal. Debate que resulta ser muy necesario, ahora que la política de protección de los inversionistas está experimentando un cambio radical en las distintas legislaciones y donde por ejemplo se ha optado por un esquema más intervencionista en relación con la protección de los pequeños inversionistas, frente a los cuales existen mayores esquemas de regulación prudencial, en consideración con los grandes tomadores de riesgo en los mercados de valores[16] tal como se ha empezado a diferenciar en la política regulatoria norteamericana y en la jurisprudencia de la EU, la cual estuvo profundamente precedida de una "consumerización" del inversionista sin distinción y/o consideración de los perfiles de riesgos asociados, lo que ha llevado a considerar a los consumidores como vulnerables frente a los servicios financieros y los mercados de alta volatilidad (Moloney, 2012).

Esta óptica teórica ha sido en gran parte influenciadora de nuestro estatuto de protección al consumidor financiero contenido en la Ley 1328 de 2009, en el cual el principio general de la regulación no admite una distinción entre consumidor inversionista y cliente inversionista, sino que trae un concepto de inversionista abstracto, muy generalizado para todos los tipos de inversión que actúan bien sea en los mercados intermediados o des intermediados, lo que ha llevado a aplicar un único marco jurídico, que en principio estuvo destinado a la protección de pequeños inversionistas y que hoy en día no discrimina entre los diferentes perfiles de riesgos y de volatilidad del mercado. Así entonces la dinámica del mercado de valores se basa en el supuesto de que los inversionistas a la hora de acudir al

[16] There is some evidence of this distinction in recent policy discussions. In the US, discussions related to the establishment of the Consumer Financial Protection Bureau point to a distinction between the SEC's treatment of retail investment products and the Bureau's contested and more interventionist approach to the most common household finance products, notably credit products. Moloney Niamh. N (2012) *European Business Organization Law Review.* Frankfurt Germany, Research Paper 6.

mercado lo hacen con base en la información que tanto el emisor como los intermediarios, están obligados a suministrar bajo las normas sectoriales del mercado y no bajo el supuesto de una asimetría de la información, característica de los consumidores de servicios bancarios y/o financieros en el país.

En este orden de ideas, trayendo a colación a Jimenez & Montoya (2019) "*si bien podría confundirse la calidad de inversionista con aquellos considerados como consumidores financieros del mercado intermediado, consideramos que, por regla general, no es posible señalar que la relación inversionista-emisor, el primero tenga siempre la calidad de consumidor financiero y, por ende, pueda reclamar esa protección especial, como, por ejemplo, ejercer la acción de protección al consumidor ante la Delegatura de Funciones Jurisdiccionales, con base en las controversias contractuales entre estos dos"*. Lo anterior, teniendo en cuenta que no todas las relaciones comerciales desarrolladas en el mercado bursátil pueden ser consideradas como una relación de consumo, en tanto, en ciertas relaciones de orden jurídico-económico, no actúa una entidad que entre bajo la vigilancia de la Superintendencia de Financiera, razón por la cual a *prima facie,* no habría porque exigirles a los emisores de valores las mismas cargas obligacionales aplicables a los intermediarios del mercado y las propias de los consumidores del sector bancario.

Por otro lado, en lo que respecta a la relación inversionista-intermediario de valores, el Derecho de protección al consumidor, no establece un elemento diferenciador en el régimen aplicable a los inversionistas, lo que lleva a que ciertas cargas propias de los primeros sujetos se vean en ciertos casos atenuadas al pensar en el inversionista del mercado de valores como un sujeto que actúa en un mercado donde por naturaleza existe asimetría de la información y por otro lado contrarresta las obligaciones de los intermediarios como agentes del mercado (Jiménez & Montoya, 2019[17]). Razón por la cual, el regulador del mercado ha entrado proponer mediante regulación prudencial y el fortalecimiento de ciertos deberes de información y debida diligencia, la adopción de un tratamiento diferenciado en favor de ciertos inversionistas a los cuales se les puede imputar la calidad de consumidores,

[17] Jiménez, M., Montoya, L.. (2019) *¿Los inversionistas del mercado de capitales pueden catalogarse como consumidores financieros?* Especiales de derecho bursátil y cambiario Ámbito Jurídico. Recuperado de: https://www.ambitojuridico.com/noticias/especiales/financiero-cambiario-y-seguros/los-inversionistas-del-mercado-de-capitales

en consideración con los inversionistas profesionales en quienes se acentúan dichas cargas obligaciones.

En este sentido, y con base en la protección constitucional del ahorro del público, se ha procedido a fijar una serie de reglas de juego aplicables a los agentes y las operaciones que se desarrollan en el mercado de valores, por lo cual es acertado decir que tanto al consumidor inversionista como al inversionista profesional, son protegidos, pero con diferencias sustanciales en las cargas de información y debida diligencia predicables a los intermediarios del mercado. Bajo este supuesto, la regulación del mercado de valores prevista en la Ley 964 de 2005, ha incorporado a su normativa los principios generales de la regulación fijados por la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)[18] entre los cuales podemos resaltar la necesaria protección de los inversionistas mediante la divulgación completa de la información por parte de los emisores, que permita la adecuada toma de decisiones de los inversionistas y de esta forma lograr una mayor capacidad de evaluar los riesgos y los beneficios potenciales de su inversión (López, 2018)[19]. Razón por la cual no resulta meritoria la protección que el legislador le da desde el derecho de consumo a los inversionistas, por ejemplo, de las pérdidas en que dichos sujetos puedan incurrir con ocasión de la inversión, teniendo en cuenta que en ellos radica una mayor capacidad de auto gestionar los riesgos asociados a la operación, con base en la información proporcionada por los intervinientes del mercado de valores

En este orden de ideas, un inversionista profesional que acude habitualmente a diversos mercados para la adquisición una amplia gama de activos, tales como acciones, bonos del Estado, bonos corporativos, fondos de inversión inmobiliaria (REIT), fondos cotizados (ETF) o certificados de depósito, no puede ser tratado desde la misma óptica que un depositante en una cuenta de ahorros, porque este primero, realiza un juicio a priori de los riesgos y la ganancia resultantes, producto de toda la información o conocimiento especializado que este tenga de los productos financieros adquiridos, motivo por el cual dicho

[18] International Organization of Securities Commissions, *Objectives and principles of securities Regulation. Febrero de 2002* [en línea], disponible en https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf [consulta 11 de julio de 2021]

[19] López J,M (2018) Aspectos básicos del derecho del Mercado de Valores, *la protección de los inversionistas.* En J.C Varón, P & Abella A. (Ed.), Régimen del Mercado de Valores T.I (pp. 5- 29). Edición Uniandes, Bogotá D.C, Colombia.

sujeto abandona la esfera de consumidor al existir un equilibrio en la capacidad negocial de las partes intervinientes de la operación, proveniente de la capacidad y/o experticia del inversor y de la misma intervención estatal en los mercados de valores que ya se encuentra regulada en le ley 964 de 2005 y en los demás instrumentos expedidos por el regulador del mercado, lo cual hace innecesaria otro tipo de intervenciones desde el derecho del consumo. Situación que solo generan ineficacia en los mercados y una excesiva intervención de la oficina de asuntos jurisdiccionales en las operaciones del mercado intermediado, teniendo en cuenta que la forma más eficaz de proteger el ahorro de dichos sujetos no es otra que el manejo adecuado de la información entre inversor y emisor.

Así las cosas, es importante tener en cuenta que tanto el inversionista profesional como el cliente inversionista, partiendo de la distinción efectuada por regulador que ha solido separar estos dos sujetos de carácter económico, cuentan en normas sectoriales del mercado de valores una amplia gama de deberes de información aplicables a los emisores e intermediaros de valores, entorno al suministro de información clara, oportuna y veraz y verificable orientada no solo a la protección del ecosistema del mercado de valores sino a la generación de confianza en los inversionistas (Avendaño, 2017), y por otro lado atraer cada vez más inversión minoritaria a los mercados intermediados. De esta forma, y a diferencia con lo que ocurre con la protección general aplicada a los consumidores financieros contenida en la Ley 1328 de 2009, el regulador si ha optado por medir el perfil de riesgo y amoldar los deberes legales a las características y necesidades del inversionista, dependiendo los distintos niveles de riesgos asociados a la operación.

En este orden de ideas, por técnica reglamentaria, se ha incluido en el Derecho del Mercado de Valores DMV, el deber predicable de los intermediarios, de diferenciar si los consumidores financieros ostentan la calidad de un inversionista profesional o de un cliente inversionista. Así entonces, se entiende como inversionista profesional: *"aquel cliente que cuenta con gran conocimiento y dominio sobre el mercado de valores; es decir cuenta con experiencia y los conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar los riesgos asociados a cualquier decisión de inversión"* (AMV, 2017). Para ello, el regulador ha consagrado dos criterios identificadores, sin perjuicio de los contenidos la Ley 1121 de

2011[20], los cuales clasifican al inversionista profesional como aquel en que (i) inversionista acredita un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) SMMLV y (ii) que sean titulares de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) SMMLV o bien, que hayan realizado operaciones equivalentes a treinta y cinco mil (35.000) SMML. Por otro lado, son considerados como clientes inversionistas, todas aquellas que no cumplan tales características propias de los inversores profesionales. Motivo por el cual, este tipo de inversionistas gozan de una mayor protección en el mercado, en atención a la poca experiencia que dichos sujetos tienen en el manejo del riesgo generado por sus decisiones de inversión en el mercado de valores. Baquero (2018).

Ahora bien, pese a la caracterización dada por el ordenamiento en las normas sectoriales del mercado, en la relación inversionista – entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, llámese esta, sociedad comisionistas de bolsa o las administradoras de inversión, la Ley 1328 de 2009 le otorga la condición de cliente a los inversionistas que a acuden a dichas instituciones sin perjuicio del perfil y/o del riesgo, teniendo en cuenta que el concepto de inversionista definido en la ley de protección al consumidor financiero, es un concepto abstracto que no admite distinciones en relación con los tipos de inversionistas del mercado tal como lo hemos venido anotando. Razón por la cual conviene preguntarse sí: ¿la condición de tener un vínculo jurídico con una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, es causa suficiente, para dar el mismo tratamiento legislativo a los clientes de las entidades financieras o del sector bancario?

Es precisamente esta dicotomía, la que permite inferir, la necesidad de adoptar el marco jurídico de protección al consumidor financiero en relación al tipo y la naturaleza del agente económico que actúa con base en la ponderación de las distintas variables de riesgo implícitas en el mercado de valores, puesto que la sola categorización del inversionista como cliente no puede a lo sumo otorgar la calidad de consumidor financiero, en igual condición

[20] De conformidad a lo regulado en la normatividad en cita, los clientes categorizados como inversionistas profesionales, a los cuales, se les ha distinguido particularmente por la capacidad patrimonial que estos ostentan frente al merco, pues deberán tener un patrimonio igual o superior a seis mil (6.000) SMMLV, ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a tres mil (3.000) SMMLV, o haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de enajenación o adquisición dentro de 60 días y que supere los (21,000) SMMLV, sin perjuicio de las demás atribuciones patrimoniales y organizacionales atribuidas a esta clase de sujetos.

con los usuarios, clientes y clientes potenciales de las entidades financieras donde las variables de riesgo de retorno son muy reducidas, puesto que no existe una asunción del riesgo del crédito en cabeza de los consumidores financieros del sector bancario. Esta situación, es un elemento clave en la discusión como quiera que la definición de cliente traída por el derecho de protección al consumidor no se adecua jurídicamente a los tipos de inversionistas reconocidos legislativamente o encierra y da similares características a dichos sujetos pese a la asimetría técnica y económica predicable a cada sujeto.

En mérito de ello, deberes tales como el de educación y derecho correlativo de recibir asesoría, pierden total sentido cuando se trata de inversionistas profesionales que están acostumbradas a auto gestionar su propio riesgo y que tienen una robusta cartera de inversión, porque precisamente ya tienen un conocimiento a priori del mercado en el que intervienen; en comparación con los clientes inversionistas en quienes el deber de información y educación se activan, en procura de brindarle la mejor explicación encaminada al análisis del perfil del riesgo, las expectativas y el comportamiento del mercado en el que actúa. Corolario de ello, el estatuto de protección al consumidor financiero queda rezagado a la hora de identificar como un acto de consumo todos los tipos de inversión, incluida aquella proveniente de los inversionistas profesionales o de cartera, a quienes el derecho ya les consagra un sistema de protección desde las normas sectoriales del mercado, tendientes a asegurar la adecuada provisión de información conforma a los criterios generales establecidos en el Decreto 151 de 2021 y las demás normas jurídicas, tendientes a evitar el riesgo sistémico en el mercado.

3. **Diferencia entre los mecanismos de protección a la inversión de portafolios y la inversión extranjera directa en Colombia.**

El principio general de la protección al inversionista como lo estuvimos observado a lo largo de este trabajo, contiene un concepto de inversión abstracto, que no admite una clasificación entre los distintos perfiles de riesgo y el tipo de inversión, razón por lo cual resulta conveniente poder establecer las diferencias sustanciales entre la inversión financiera y lo que es la inversión en economía, aspectos sobre los cuales nos centraremos en examinar, las formas desde que las que el derecho protege las diferentes formas de inversión en el país, tanto la inversión extranjera directa como la inversión de portafolios.

Así las cosas, en primera medida es pertinente señalar que en economía la inversión es vista como un gasto que se dedica a incrementar o mantener un stock de capital, esto es, la colocación de capitales en activos reales para adquisición, fabricación o construcción de bienes que servirán para producir nuevos bienes (Pérez Enrri, S.F). Por lo tanto, el fin de la inversión no persigue la satisfacción de una necesidad de consumo en sí misma, sino que por el contrario, busca la consecución de una rentabilidad a mediano o a largo plazo, con el objetivo de generar riqueza y la consolidación de un capital, el cual dependerá de los factores de tiempo y riesgo asumidos por el inversionista a la hora de invertir y/o ahorrar una cierta cantidad de bienes o recursos con la promesa incierta de retorno o utilidad al cabo de un determinado periodo de tiempo.

La inversión, desde el punto de vista económico, la podemos clasificar en inversión extranjera directa (IED) e inversión extranjera indirecta (IEP[21]), la primera de ellas, en palabras del Fondo Monetario Internacional (FMI[22]) "*se da cuando un inversionista residente (inversionista directo), tiene como objetivo obtener una participación duradera en una empresa residente en otra economía o país (empresa de inversión directa)",* de lo cual, se puede determinar que esa inversión ostenta una vocación de permanencia y por otro lado implica la participación e influencia en el gobierno de la empresa objeto de la inversión directa por el inversionista directo con el objetivo de compartir un interés de largo plazo y el propósito de administrar el activo durante un determinado periodo de tiempo.

Por otro lado, la inversión de portafolio (IEP), es aquella realizada por individuos, firmas o inversionistas institucionales, establecidos en un país (origen), para la adquisición de multiplicidad de instrumentos o activos financieros en otro país (destino), tales como los Bonos, acciones, fondos de inversión o certificados de depósito, entre otros (Ramírez & Flores, 2006). La IEP, a diferencia con la IED, no tiene una vocación de permanencia y por otro lado no implica la adquisición significativa en el capital de la compañía receptora de la inversión. De allí que en palabras de la Organización Mundial del Comercio OMC[23]:

[21] Dentro de la clasificación internacional, se ha asociado a la inversión extranjera indirecta como inversión en portafolio y se ha adoptado la abreviatura IEP para distinguir en la literatura a este tipo de inversión.
[22] Manual de Balanza de pagos. FMI. 5ta Edición. Párrafo 359 y 362. 1994, Obtenida de: https://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf
[23] WTO. "Trade and Foreign Direct Investment". WTO New, octubre 8 de 1996, obtenido de http://docsonline.wto.org/gen_home.asp?language=1&_=1

"La inversión extranjera directa ocurre cuando un inversor establecido en un país (origen) adquiere un activo en otro país (destino) con el objetivo de administrarlo. La dimensión del manejo del activo es lo que distingue a la IED de la inversión de portafolio en activos, bonos y otros instrumentos financieros. En la mayoría de los casos, el activo es administrado en el extranjero como firma del mismo negocio. Cuando esto sucede, el inversor se conoce como «casa matriz» y el activo como «afilada» o «subsidiaria"

La inversión de portafolio, como consecuencia de naturaleza y su vocación de permanencia limitada depende de una ecuación de rentabilidad y riesgo, que puede medirse mediante el índice compuesto de Standard & Poors y otros instrumentos de calificación de crédito; en tal sentido, cuando los activos pierden grado de inversión por un aumento significativo del riesgo, la IEP migra a otra clase de activos nacionales o extranjeros. Por el contrario, cuando nos referimos a la perspectiva del riesgo aplicable a la inversión extranjera directa IED, encontramos que esta precedido no por la volatilidad de los activos, sino por el incremento del riesgo país, que en palabras de Mossa (2002), citado por Rodríguez (2017), *"es la exposición a una pérdida económica en operaciones transnacionales causadas por eventos producida en un determinado país que están, al menos en cierto modo bajo el control del gobierno".* Por lo tanto, eventos tales como el aumento de la inflación, el deterioro de la balanza de pagos, o un sobreendeudamiento externo son factores que afectan el grado de inversión de un determinado de país y afecta al inversionista directo en la estabilidad material de sus inversiones o una paralización de la actividad económica desarrollada en país. Eventos que no son factores de riesgo cuando se trata de inversión financiera o inversión de portafolio (Rodríguez, 2017).

Corolario de ello, al ser la inversión de portafolio un instrumento medible por el estándar de desviación del retorno y no por perspectivas macroeconómicas como sucede con la IED; la protección jurídica es diametralmente distinta por las eventuales necesidades de aseguramiento de la inversión. Así las cosas, a prima facie, las controversias relacionadas en el marco de la inversión extranjera directa están estrictamente relacionadas o bien son generadas por regla general, en el incumplimiento de obligaciones de orden internacional suscritas en acuerdos de inversión, donde las más de las veces el país exportador de capital

busca la protección de la inversión de sus connacionales y por el otro lado el país receptor de la inversión busca la protección y prevención de los impactos negativos que se puedan llegar a generar sobre las comunidades y/o determinados sectores estratégicos del país (Bernal, 2018[24]).

Por otro lado en el caso de la inversión de portafolio IEP, las controversias generales están asociadas con los problemas connaturales de la operación en valores, como lo son los problemas y costos de agencia, especialmente aquellos relacionados con el inversor extranjero y la administración del fondo de inversión de capital extranjero, la asimetría de la información entre el inversor y el emisor de los valores nacionales y finalmente los problemas de acción colectiva, principalmente generados en fondos de inversión extranjera de carácter colectivo, a la hora de que cada integrante ejerza el control y seguimiento del comportamiento de la inversión colectiva (Rincón, 2018[25]) y a su tuno, la principal vicisitud o contingencia a la que están sujetos los inversionistas extranjeros de portafolio, no es en este caso el incumplimiento de obligaciones internacionales sino la pérdida parcial o total de retorno de capital invertido.

De esta forma, tratándose de la IED, se ha establecido un sistema de protección jurídica en diversos instrumentos internacionales suscritos por Colombia, para la solución de los conflictos que se generan por el incumplimiento de obligaciones transfronterizas, los cuales son manejados de conformidad con las reglas de solución de controversias, contempladas en los acuerdos internacionales de inversión, mediante la adopción de sistemas de arbitraje internacional de inversión o conforme a las reglas descritas en instrumentos internacionales, tales como el convenio CIADI, como principales instrumentos consagrados desde el derecho internacional de inversión para la solución de las controversias internacionales generadas entre los particulares establecidos en un país de origen y los estados receptores de dicha inversión, de cara a las reglas convencionales establecidas en los

[24] Bernal, D.C (2018) *El derecho internacional de inversión extranjera y la industria extractiva.* Universidad Externado de Colombia, Bogotá D.C.

[25] Rincón, F. (2018) Aspectos básicos del derecho del Mercado de Valores, *la protección de los inversionistas.* En J.C Varón, P & Abella A. (Ed.), Régimen del Mercado de Valores T.I (pp. 5- 29). Edición Uniandes, Bogotá D.C, Colombia.

diversos instrumentos internacionales suscritos entre los Estados intervinientes (García, 2019)[26].

Por su parte a la hora de determinar si los principios generales de la regulación son asimilables para ambos vehículos de inversión, es pertinente señalar que para el caso de la inversión de portafolio (IEP), se encuentra a *prima facie*, regulada desde las normas sectoriales del mercado de valores y particularmente desde las facultades de inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, sobre las administradoras de los fondos de inversión de capital extranjero, entre las que podemos encontrar a las sociedades comisionistas de bolsa, sociedades fiduciarias o las sociedades administradoras de inversión[27], las cuales están sujetas a las obligaciones y deberes de los intermediarios del mercado, tales como las obligaciones relativas a la adecuada gestión de la inversión, información, reserva, de registro de operaciones, rendición de cuentas y de verificación. Aspectos sobre los cuales el autorregulador del mercado de valores – AMV, ejerce una función disciplinaria y de supervisión, dirigida al cumplimiento de las normas reguladoras del mercado de valores (Abella, 2018)[28]. Pero, ahora bien, valdría la pena determinar si la inversión de portafolio puede ser protegida desde el régimen internacional de protección a la inversión extranjera, al igual que la IED o si existen otros instrumentos de este orden para su correlativa protección.

En primera medida es menester señalar que el artículo 25 del Convenio del CIADI, establece entre otras cosas que: "(…) *la jurisdicción del centro se extenderá a las diferencias que surjan directa de una inversión (…)",* sin que en todo caso exista una referencia acerca del tipo de inversiones extranjeras que se encuentran amparadas bajo la regulación y consecuente competencia del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversión o una cualificación de las mismas, razón por la cual desde la jurisprudencia de la

[26] García, L.V (2019) *La relación entre las políticas de inversión en Colombia y los acuerdos internacionales de inversión;* Anuario Colombiano de Derecho Internacional, VOL. 12, Bogotá D.C, Colombia.
[27] De acuerdo con el artículo 26 del Decreto 2080 de 2000, toda inversión de portafolio se hará por medio de un administrador, como lo son las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión
[28] Abella, G.D. (2018) Aspectos básicos del derecho del Mercado de Valores, *la protección de los inversionistas.* En J.C Varón, P & Abella A. (Ed.), Régimen del Mercado de Valores T.III (pp. 3- 51). Edición Uniandes, Bogotá D.C, Colombia.

Centro, se ha optado por señalar que la generalidad del concepto de inversión, tuvo como propósito el no sometimiento del concepto de inversión a requisitos o características determinadas, razón por la cual no es factible desnaturalizar el concepto de inversión al intentar clasificarlo[29]. En este mismo sentido, en informe ejecutivo del Banco Mundial, citado por (Bernal, 2018) se señala entre otras cosas que: *"no se ha intentado definir el término "inversión", teniendo en cuenta el requisito esencial del consentimiento de las partes y el mecanismo mediante el cual los Estados contratantes pueden dar a conocer de antemano, si así lo desean, las clases de diferencias que estarán o no dispuestos a someter a la jurisdicción del centro"* (p. 218).

En este sentido, tal indeterminación del concepto de inversión en el marco de las relaciones internacionales, lleva a pensar que la inversión que puede ser sometida a la jurisdicción del CIADI, contempla toda clase de bienes o activos encaminados a la generación de un rendimiento o un superávit sobre el valor de los recursos económicos, tal como la doctrina económica ha trabajo la categoría de la inversión, razón por la cual la inversión extranjera de portafolio no podría ser excluida en estricto sentido de los distintos instrumentos de regulación internacional de inversión y por lo tanto podría acudir al aforo institucional del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversión. No obstante, en opinión de Schreuer, citado por Córdoba (2018):

"(…) el Derecho Internacional de inversión no hace distinción entre los tipos de inversión. Empero a efectos de los arbitrajes de inversión, el tipo de inversión relevante ha sido la IED, pactada mediante un TBI o mediante un contrato de inversión, como quera que es del tipo en que el inversor conserva la titularidad de la contribución del proyecto. Muchos de los acuerdos multilaterales, bilaterales y regionales de inversión, y los contratos de privatización y las concesiones del Estado cubren en mayor medida la IED y en menor proporción la IEP (…)" (P 220).

Así las cosas, no sería óbice que, en materia de protección jurídica, un inversionista de portafolio acudiese a los instrumentos de arreglo de diferencias contenidos en convenciones internacionales de protección a la inversión, no obstante, es menester que su procedencia devenga de los acuerdos y/o negocios internacionales suscritos entre los Estados

[29] Ver Caso CIADI No. ARB/11/25 Oi European Group B.V Vs Venezuela

intervinientes de la inversión extranjera o bien de su relativa procedencia en las diferentes sedes de arbitraje internacional a que haya lugar. Dicho esto, la IEP puede llegar a tener una doble vía de protección tanto desde el Derecho del Mercado de Valores, como en normas de protección jurídica de la inversión extranjera. Pero, ahora bien, es importante preguntarnos si la IEP como uno de los principales mecanismos de inversión financiera, puede ser catalogada como un acto de consumo, en virtud de la profesionalización de la actividad de inversión y si eventualmente puede llegar a ser protegida bajo la norma jurídica de protección contenida en la Ley 1328 de 2009.

En este orden de ideas, Los mecanismos de protección directa del inversionista como sujeto calificado de consumo amparado bajo la categoría de consumidor financiero, no define ni caracteriza los distintos tipos de inversionista y tipos de riesgo a que están sujetos tales agentes del ciclo económico como si lo trata de diferenciar el Decreto 2555 de 2010 y el autorregulado del mercado en razón a la cuantía de la cartera de inversión disponible, tal como lo hemos venido observado en acápites distintos de este texto; razón por la cual la Inversión Extranjera de Portafolio o IEP, también entra dentro del concepto de consumidor financiero sujeto a los mismos derechos y obligaciones a los que está sujeto un consumidor del sector bancario, muy a pesar de las diferencias sustanciales que pueden existir en la cartera de inversión y la cantidad de recursos que se encuentren invertidos en los distintos valores por parte del fondo de inversión de capital extranjero.

En tal sentido, la Inversión Extranjera de Portafolio, puede ser protegida desde los mecanismos de protección al consumidor financiero en atención a la naturaleza obligacional generada entre el inversionista de capital extranjero y el intermediario de valores que actúa en calidad de administrador del fondo de inversión extranjera, el cual es un sujeto calificado que entra bajo la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, al cual le es predicable los deberes y responsabilidades asociadas a la protección de la inversión. Vale la pena aclarar que la caracterización que se le da a la Inversión Extranjera de Portafolio es la misma por las condiciones técnicas y operativas que se le dan al inversionista profesional en la mayor parte de casos y dependiendo de la consecución de dichas condiciones, sin perjuicio de que dichos sujetos puedan ser considerado en virtud del Decreto 2555 de 2010 como clientes inversionistas, en relación con cierto tipo de inversiones. Circunstancia de hecho,

que puede ser sujeta a reparos académicos, de conformidad con los supuestos dirimidos a lo largo de esta investigación.

Finalmente, vale la pena resaltar que dicha calidad no puede ser imputada a la Inversión Extranjera Directa IED, en atención a que la misma no requiere de la existencia de un sujeto que entre bajo la vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia y mal haría el legislador propender por mecanismos de protección desde el derecho de consumo financiero a sujetos que no ostentan dicha calidad.

CONCLUSIONES.

Conforme se ha podido establecer en las líneas de este texto académico, el actual sistema de protección jurídica a los inversionistas consignado en la Ley 1328 de 2009, implementa una serie de mecanismos encaminados a la protección de una multiplicidad de sujetos denominados consumidores financieros, a los cuales el estatuto de protección al consumidor financiero otorga un mismo tratamiento pesé a las condiciones y características de cada uno de los intervinientes; tal como sucede en el caso bajo análisis de los inversionistas a los cuales se les otorga indistintamente la calidad de clientes del sistema financiero por su condición negocial sostenida con instituciones vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, entre ellas, comisionistas de bolsa, intermediarias de bolsa y sociedades administradoras de inversión.

En este orden de ideas, es oportuno concluir desde la lectura crítica al sistema de protección al consumidor financiero que el mismo no protege de la forma más adecuada a los inversionistas del mercado de valores a la hora de establecer para aquellos sujetos un mismo conjunto normativo y modelo de protección que el implementado para aquellos consumidores financieros, usuarios y/o clientes potenciales de instituciones financieras o bancarias, donde por naturaleza no existen riesgos asociados con la recuperación de los ahorros depositados en instituciones financieras o de crédito, como sí ocurre con los inversionistas que están sujetos a esquemas de riesgo-retorno muchos mayores y donde, actúan distintos sujetos con perfiles de asunción de riesgos diferentes como aquellos inversiones profesionales, a los cuales no se les puede dar el mismo tratamiento desde el derecho de consumo por abstracción de materia.

Como consecuencia de tal dicotomía en el sistema de protección de los inversionistas del mercado de valores y respondiendo a la pregunta que dio origen al desarrollo de este texto, resulta adecuado que los mecanismos de protección al consumidor financiero contenidos en la Ley 1328 de 2009 se adecuen a las nuevas necesidades que demandan la protección jurídica de los inversionistas, como quiera que dichos sujetos no pueden adherirse a las mismas instituciones y leyes que rigen las relaciones entre consumidores financieros del sector bancario y las instituciones financieras vigilas por la Superintendencia Financiera. De allí que resulta adecuado desde la academia, propender por nuevas soluciones que permitan proteger efectivamente a los inversionistas desde las diferentes características y perfiles de riesgos asociados a los sujetos inversionistas y de ser necesario, adoptar mecanismos particulares y compilatorios que permitan abstraer de la definición de consumidor financiero a los inversionistas, quienes no cuentan con las características y condiciones para ser protegidos desde normas de protección al consumidor financiero.

En esto orden de ideas, como lo hemos podido observar a lo largo de estas líneas, la regulación adoptada principalmente a raíz de la crisis suprime o crisis financiera de 2008, estuvo principalmente enfocada a la protección de los consumidores inversionistas, y hoy en día es aplicada sin distinción de los grandes tomadores de riesgo del mercado y/o a inversionistas profesionales, que en razón a la robustez y variabilidad de su portafolio de inversión no requieren de la misma intervención estatal que aquellos sujetos que actúan en el mercado bancario, donde no existen los mismos riesgos asociados a la operación, en atención a la clara obligación de las instituciones bancarias de garantizar la provisión y cuidado de los recursos depositados por el pequeño ahorrador y/o consumidor del sistema bancario.

Por otro lado, vale la pena resaltar que dicho sistema no ofrece soluciones que se acoplen con los problemas típicos de las operaciones de valores, tales como los problemas de asimetría de la información que impactan en un mayor grado en este tipo de operaciones, los costos de agencia entre inversión e intermediario y los problemas asociados a la acción colectiva, especialmente aquellos generados en carteras de inversión colectiva; los cuales son fenómenos económicos que impactan en mayor medida a los inversionistas especialmente aquellos inversionistas consumidores en correlación con otros productos e instrumentos financieros existentes en el mercado.

Así las cosas, y conforme a lo mencionado en apartes precedentes, es necesario la adecuación de las actuales normas de protección al consumidor financiero en atención a los diferentes tipos de consumidores que actúan en el mercado de valores intermediado e implementar conforme a lo señalado por el profesor Martínez Neira (2004), un adecuado engranaje de las distintas formas de intervención estatal en la económica como lo son la regulatoria, la supervisión, el apoyo y la intervención indirecta, con miras a garantizar una protección efectiva de aquellos sujetos que por su naturaleza de debilidad y dificultades de acceso a la información actúan en los mercados públicos de valores en calidad de clientes inversionistas y por otro lado adoptar un esquema de protección particular que permitan atender los problemas típicos de la operación.

De igual forma, resulta necesario la adecuación de mejores mecanismos de protección jurídica para aquellos inversionistas que en atención a su naturaleza no requieren de la misma protección que los clientes inversionistas al interior del mercado de valores, tales como los inversionistas profesionales que en atención al gran volumen de inversiones en diversos activos, están atados a diferentes problemas y riesgos típicos de la inversión, que no son los mismos del consumidor bancario quien está sometido a una serie de riesgos completamente diferentes. En este orden de ideas, la propuesta académica que se consigna es este texto de carácter netamente investigativo, contempla la imperiosa necesidad de implementar un marco jurídico especializado que permita abordar de manera más amplia y detallada los fenómenos económicos y jurídicos que afectan a los inversionistas en relación la gestión y administración de sus portafolios de inversión, puesto que las vicisitudes a las que están afectos en el mercado de valores tales sujetos, son muy distintos y divergentes en relación con otros tipos de mercados financieros.

Corolario de tal divergencia, y citando a Rincón (2018), en el mercado de valores existe una serie de riesgos característicos y específicos, tales como: (i) la realización de prácticas defraudarías por el uso de información privilegiada, (ii) la manipulación del mercado y (iii) la apropiación o utilización no autorizada de recursos o valores administrados por los emisores, sin perjuicio de la existencia de las demás anomalías del mercado que generan potenciales riesgos para el inversionista y que como lo hemos venido mencionado a

lo largo de este texto son distintos a los riesgos a los que se encuentran sometidos los consumidores financieros del mercado bancario.

Es por ello que debemos dejar de pensar en el inversionista como un consumidor financiero y adoptar para los distintos tipos de inversionistas, un adecuado esquema de soluciones privadas y de intervención estatal que agrupen los mecanismos que ya se han implementado desde el derecho de la información para logar un adecuado incentivo de la inversión en el país y por otro lado aplicar soluciones desde el análisis económico del derecho que permita buscar alternativas para gestionar de las múltiples vicisitudes económicas que afectan a los participantes del mercado. De allí que, soluciones de iniciativa pública y privada son necesarias para la adecuada protección del inversionista no como consumidor sino como un sujeto tomador de riesgos, los cuales a su vez son divergentes unos de otros por sus distintos perfiles de riesgos y de profesionalismo.

Así las cosas, implementar mecanismos que permitan, por ejemplo: (i) establecer el alcance del deber de asesoría en el mercado de valores para aquellos inversionistas que conforme a los distintos perfiles de riesgo no requieren de las mismas medidas de asesoramiento que aquellos clientes inversionistas, (ii) adoptar medidas regulatorias que permitan luchar contra la asimetría de la información en el mercado de valores, que hoy en día ya se están dado a propósito del Decreto 151 de 2021, pero que requieren ser compiladas en conjunto con otros problemas típicos del mercado de valores tales como el problema de agencia y evitar de esta forma que los recursos obtenidos de los inversionistas acaben sirviendo para propósitos particulares y no de rentabilidad de la inversión; lo cual puede ser resuelto desde el reforzamiento del deber de revelación y la inclusión de principios que impidan la malversación de los recursos destinados por el inversionista (iii) implementar instrumentos e instituciones especializadas que permitan solucionar los problemas de la acción colectiva sobre los deberes de información y consecuente revelación, mediante la inclusión de defensorías especializadas en los inversionistas y que a la vez adopten mecanismos de calificación de las inversiones, premiando a aquellos valores que cumplen con altos procedimientos de protección del inversionista.

La adopción de estas medidas y desligar al inversionista del concepto de consumidor financiero, probablemente sea la forma más adecuada de proteger al inversionista en el

mercado de valores, no obstante y atención a que esta es una materia sujeta a discusión por no tratarse de una ciencia cierta; no se puede pretender brindar todas los soluciones a los problemas típicos del mercado, es por ello que, el querer de esta investigación es abrir un punto de discusión desde donde el derecho económico y el derecho del mercado de valores busquen cada día mejores formas de incentivar la inversión y proteger jurídicamente al inversionista desde perspectivas económicas y jurídicas, puesto que las soluciones que trae el ordenamiento desde el derecho de consumo no son idóneas para la gestión de los problemas típicos del mercado de valores.

Finalmente, en relación con otro de los objetivos de esta investigación compete señalar en consideración con los diferentes tipos y métodos de inversión extranjera directa en el país, esto es la inversión extranjera directa (IED) e inversión extranjera de portafolio (IEP), comparten una serie de distinciones particulares que difieren en relación con cada uno de los métodos de inversión en el país, lo cual implica que desde la perspectiva del riesgo, los mismos sean distintos entre ellos, como quiera que el riesgo asociado a la inversión extranjera de portafolio está precedido por la perspectiva riesgo-retorno, mientras que en la inversión extranjera directa, la perspectiva del riesgo está determinada por la condición de riesgo país que ponga en riesgo la generación de ciertos activos.

Esto hace que los mecanismos de protección de la inversión extranjera sean distintos tratándose de cada tipo de inversión extranjera, en tanto la Inversión Extranjera Directa es protegida desde los distintos instrumentos internacionales de protección de la inversión ante la jurisdicción del CIADI y en relación con la Inversión Extranjera de Portafolio (IEP) la misma es protegida en razón al tipo de relación negocial desde las normas sectoriales del mercado de valores. No obstante, y como se ha podido observar a lo largo de este texto, la regulación no difiere de los distintos tipos de inversión, como quiera que la jurisdicción del CIADI no excluye a la inversión extranjera de portafolio de los mecanismos de protección allí regulados. Como si excluye el hecho de que la Inversión Extranjera Directa, pueda ser sujetas a mecanismos de inspección y vigilancia por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia

Sin perjuicio de ello, vale la pena señalar la imperiosa necesidad de adoptar mejores mecanismos de protección desde el derecho interno e internacional de la inversión de

portafolio, con miras a crear herramientas que permitan consolidad y dar una mayor confianza al inversionista de portafolio en el mercado de valores de Colombia, para lo cual también resultará necesaria a adopción de mecanismos de protección especial que permitan entre otras cosas garantizar un marco de estabilidad jurídica a dichas inversiones y crear mecanismos que aborden de una manera más amplia y especializada su protección no como consumidor sino como inversionista del mercado.

BIBLIOGRAFIA

- Abella, G.D. (2018) Aspectos básicos del derecho del Mercado de Valores, *la protección de los inversionistas.* En J.C Varón, P & Abella A. (Ed.), Régimen del Mercado de Valores T.III (pp. 3- 51). Edición Uniandes, Bogotá D.C, Colombia.

- Bernal, D.C (2018) *El derecho internacional de inversión extranjera y la industria extractiva.* Universidad Externado de Colombia, Bogotá D.C.

- Baquero, M. (2018) *Intervención del Estado y autorregulación de los mercados de valores: perspectiva doméstica e internacional*. En J.C López, L.F. et al (Ed.) Estudios jurídicos sobre el mercado de valores (pp. 71-141). Universidad Externado de Colombia, Bogotá D.C.

- García, L.V (2019) *La relación entre las políticas de inversión en Colombia y los acuerdos internacionales de inversión;* Anuario Colombiano de Derecho Internacional, VOL. 12, Bogotá D.C, Colombia.

- Herrera, B (2017) *Globalización financiera: banca y crisis,* Bogotá DC, Colombia. Universidad Externado de Colombia PP 172 a 201.

- International Organization of Securities Commissions, *Objectives and principles of securities Regulation. Febrero de 2002* [en línea], disponible en https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf [consulta 11 de julio de 2021].

- IOSCO *Issues sound practices to assist members in enhancing complaint Handling and protect retail investors.* Enero de 2021, disponible en https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS590.pdf [consulta 09 de febrero de 2021].

- López J,M (2018) Aspectos básicos del derecho del Mercado de Valores, *la protección de los inversionistas.* En J.C Varón, P & Abella A. (Ed.), Régimen del Mercado de Valores T.I (pp. 5- 29). Edición Uniandes, Bogotá D.C, Colombia.

- Quiñónez, C.E (2017) Protección Jurídica al inversionista en el mercado de valores colombiano. *Revista Justitia ISSN:1692-9403, Universidad Santo Tomas* (pp. 179-197).

- Fondo Monetario Internacional, (1994) Manual de Balanza de pagos. 5ta Edición. Párrafo 359 y 362. 1994, Obtenida de: https://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf

- Moloney, N (2012) *European Business Organization Law Review*. Frankfurt Germany, T.M.C Asser Press Doi: 10.1017/S1566752912000134.

- Rodríguez L (2017) *Estudio y definición del concepto de consumidor inversionista.* Santander, España- Universidad de Cantabria, obtenido de https://repositorio.unican.es/xmlui/handle/10902/11981

- Rincón, F. (2018) Aspectos básicos del derecho del Mercado de Valores, *la protección de los inversionistas.* En J.C Varón, P & Abella A. (Ed.), Régimen del Mercado de Valores T.I (pp. 5- 29). Edición Uniandes, Bogotá D.C, Colombia.

- Corte Suprema de Justicia de Colombia, Sala de casación civil, , sentencia del 30 de abril del año 2009

- Villalba J,C (2011) *Los contratos de consumo en el derecho colombiano y el derecho comparado.* Bogotá, Colombia, Universidad Militar Nueva Granada.

- Valenzuela, F (1993) *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores.* Madrid: Civitas.

- Villegas, S & Benjumea J, Y. (2018) *La autorregulación en los mercados de valores.* En J.C Varón, P & Abella A. (Ed.), Régimen del Mercado de Valores T.IV (pp. 549- 379). Edición Uniandes, Bogotá D.C, Colombia.

- WTO. "Trade and Foreign Direct Investment". WTO New, octubre 8 de 1996, obtenido de http://docsonline.wto.org/gen_home.asp?language=1&_=1

Normatividad Colombiana

- Constitución Política de Colombia.
- Ley 963 de 2005
- Ley 964 de 2005
- Ley 1328 de 2009
- Ley 1480 de 2011
- Decreto 2555 de 2010
- Decreto 2080 de 2000