UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE COLOMBIA

Participaciones Fiduciarias: Protección a los inversionistas y comparación de esta con la del mercado de valores y la fiducia de inversión

Carlos Alberto Rojas Valenzuela

Universidad Nacional de Colombia
Facultad de Derecho, Ciencias Políticas y Sociales
Bogotá, Colombia
2022

Participaciones Fiduciarias: Protección a los inversionistas y comparación de esta con la del mercado de valores y la fiducia de inversión

Carlos Alberto Rojas Valenzuela

Tesis o trabajo de investigación presentada(o) como requisito parcial para optar al título de:

Magister en Derecho

Director (a):

Dr. José Yesid Benjumea Betancur

Codirector (a):

Dr. Óscar Andrés Lizarazo Cortés

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Derecho, Ciencias Políticas y Sociales

Bogotá, Colombia

2022

A mis padres, Gladys y Carlos Alberto, quienes forjaron mi interés académico y quienes me apoyan, con amor y entrega, no solo en el arduo camino de adquirir conocimiento, sino en el trasegar de la vida.

A la familia Valenzuela Valbuena, por darme apoyo, ánimo y soporte durante la vida.

A Paula, fuente de amor, alegría, apoyo y esperanza.

Declaración de obra original

Yo declaro lo siguiente:

He leído el Acuerdo 035 de 2003 del Consejo Académico de la Universidad Nacional. «Reglamento sobre propiedad intelectual» y la Normatividad Nacional relacionada al respeto de los derechos de autor. Esta disertación representa mi trabajo original, excepto donde he reconocido las ideas, las palabras, o materiales de otros autores.

Cuando se han presentado ideas o palabras de otros autores en esta disertación, he realizado su respectivo reconocimiento aplicando correctamente los esquemas de citas y referencias bibliográficas en el estilo requerido.

He obtenido el permiso del autor o editor para incluir cualquier material con derechos de autor (por ejemplo, tablas, figuras, instrumentos de encuesta o grandes porciones de texto).

Por último, he sometido esta disertación a la herramienta de integridad académica, definida por la universidad.

_____

Carlos Alberto Rojas Valenzuela

Fecha 10/02/2022

Fecha

Resumen

Participaciones Fiduciarias: Protección a los inversionistas y comparación de esta con la del mercado de valores y la fiducia de inversión

Durante los años recientes y en la década pasada, en Colombia, han sido promocionadas como alternativas de inversión las participaciones fiduciarias, con las cuales algunos promotores de proyectos inmobiliarios de índole productiva como complejos hoteleros, centros comerciales y parques empresariales, buscan financiarlos; esto, en contraprestación con los inversionistas, sería adjudicarles una porción de derechos sobre los ingresos producidos por estos, que derivarían, eventualmente, en la generación de rendimientos o pérdidas sobre los mismos. Sin embargo, con el tiempo, se evidenciaron problemáticas socioeconómicas que afectaron a los inversionistas, debido a la poca difusión de información sobre los proyectos emprendidos, la utilización de los dineros captados para ello y, la situación financiera y legal de estos y de sus desarrolladores; temas que atrajeron la atención del gobierno colombiano y de su ente supervisor para estos asuntos, la Superintendencia Financiera de Colombia. Dicha entidad, buscando garantizar los derechos de los inversionistas, profirió su Circular Externa 024 de 2016, reglamentando en específico dicha clase de negocios. Con base en lo anterior, surge como objetivo principal de esta investigación determinar las características e incidencias de dicha reglamentación, en lo atinente a la protección de los inversionistas, comparándola con la de vehículos de inversión similares, como el mercado de valores y la fiducia de inversión. Para ello, se interpreta la normatividad a la luz de los principios de igualdad y de intervención estatal en la economía, concluyendo que esta es idónea para los objetivos perseguidos por el Estado en cuanto a tales negocios.

Palabras clave: Participaciones fiduciarias, deber de información, protección al inversionista, fiducia de inversión, mercado de valores, principio de igualdad, intervención estatal a la economía.

Abstract

Fiduciary Holdings: Protection to investors and comparison with the protection of stock market and the investment trust

During the recent years and the past decade, in Colombia, the fiduciary holdings have been promoted as an investment alternative, and with this, some promoters of real estate projects of productive nature like hotel complexes, malls and commercial warehouses, are looking to finance them; this, in return to the investors, would be to award them a portion of the rights over the income produced by these ones, that would derive, eventually, in the generation of returns or losses on them. Nevertheless, with the time, socioeconomic problems were evidenced and these problems affected to the investors, because of the short diffusion of information about the undertaken projects, the utilization of the money raised for that and, the financial and legal situation of them and their developers; these motifs attracted the attention of the Colombian government and the supervisor entity for these cases, the Financial Superintendence of Colombia. This entity, looking to guarantee the investors rights, uttered its External Circular 024 of 2016, specifically regulating that kind of business. Based on the above, arises as a principal aim of this investigation, to determine the characteristics and the impact of the regulation, regarding the investors protection and comparing it with the regulation of similar investment vehicles, like stock market and the investment trust. For that, these regulations are interpreted in the light of the equality and government intervention principles in economy, concluding that this regulation is ideal to achieve the objectives pursued by the State regarding such businesses.

Keywords: Fiduciary holdings, duty of information, protection to the investor, investment trust, stock market, equality principle, government intervention to the economy.

Résumé

Participations Fiduciaires : protection aux investisseurs et sa comparaison avec le marché boursier et la fiducie d'investissement

Pendant les dernières années et dans la dernière décennie, en Colombie, les participations fiduciaires ont été promu comme une alternative d'investissement, avec lesquels quelques promoteurs de projets immobiliers avec propos productives comme complexes hôtelières, centres commerciaux et parcs d'activités, cherchent son financement ; cela, en compensation avec les investisseurs, serait les adjuger un morceau de droits sur les revenus générés pour celles, qui dériverait, de temps en temps, dans la génération de rendements au pertes sur ça. Cependant, avec le temps, ont été mis en évidence quelques problématiques socioéconomiques qui ont affecté aux investisseurs, en raison de le peu diffusion d'information sur les projets entrepris, l'utilisation de l'argent récolté pour ceci et, sa situation financière et légale et de ses développeurs ; affaires qui ont attiré l'attention du gouvernement colombien et de son organisme de supervision, la Superintendance Financière de Colombie. Cette entité, en cherchant de garantir les droits des investisseurs, a promulgué la Circulaire Externe 024 de 2016, pour réglementer spécifiquement ces types de affaires. Par conséquent, s'origine comme objectif principal de cette recherche déterminer las caractéristiques e incidences de tel réglementations, en ce qui concerne la protection des investisseurs, en comparaison avec des autres plans d'investissement, comme le marché boursier et la fiducie d'investissement. Pour ça, s'interprète la loi à la lumière des principes d'égalité et de l'intervention de l'État a l'économie, en concluant que ceci est idéale pour les objectifs poursuivis par l'État quant à ces affaires.

Mots clé : Participations fiduciaires, devoir d'information, protection à l'investisseur, fiducie d'investissement, marché boursier, principe d'égalité, intervention de l'État a l'économie.

Contenido

Pág.

Resumen ..... **IX**

Abstract ..... **X**

Résumé ..... **XI**

Introducción **1**

Problema de investigación **3**

Hipótesis **4**

Objetivos: **5**

1. Capítulo 1: Marco teórico **7**
1.1 La importancia de la intervención del Estado en la economía 7
1.2 Aplicación de la teoría de la igualdad al ámbito económico nacional 12
1.3 La interpretación como pilar fundamental de la comprensión del derecho y como método de investigación 16
1.4 Enfoque metodológico 20
1.5 Conclusiones 21

2. Capítulo 2: Estado del arte **23**
2.1 El mercado de valores y sus particularidades 23
2.2 Un vistazo a las nociones de la fiducia de inversión y sus características 31
2.3 De los negocios de participaciones fiduciarias 39
2.4 Conclusiones 43

3. Capítulo 3: Régimen de protección al inversionista en el negocio de participaciones fiduciarias: Evolución histórica y particularidades **47**
3.1 Participaciones fiduciarias: Antecedentes fácticos y problemáticas evidenciadas 48
3.2 Evolución normativa y regulatoria del negocio de participaciones fiduciarias 50
3.2.1 Régimen inicial 50
3.2.2 Surgimiento e implementación de la Circular Externa 024 de 2016: Tipificación de los Negocios de Participaciones Fiduciarias 54
3.3 Análisis interpretativo a la luz de las teorías de la igualdad y la intervención del Estado en la economía, del régimen actual de protección de los inversionistas en participaciones fiduciarias 59
3.4 Inquietudes e interrogantes académicos respecto de la naturaleza de las participaciones fiduciarias y su futuro 65

4. Conclusiones 71

Bibliografía 75

Introducción

Con base en la apertura económica generada a partir de los años 90, se han gestado, a lo largo de esa época hasta el nuevo milenio y la actualidad, gran variedad de innovaciones financieras, contractuales y jurídicas. A partir de ello, ha sido posible evidenciar el surgimiento y consolidación de numerosos vehículos destinados a la inversión de capitales, los cuales han sido acogidos, en su mayoría, por dicho mercado, brindando de esa manera variadas opciones para aquellos interesados, superavitarios de capital, en hacer rentar y acrecer sus recursos.

Dentro del conjunto de innovaciones vislumbradas en el ordenamiento jurídico y el mercado financiero colombiano, todas de gran talante e importancia, se erige una en particular, cuyas incidencias, fundamentadas en el contrato de fiducia, han pretendido generar impactos positivos en la economía nacional. Esto, proporcionando a aquellas personas con excesos de capital y sin experiencia o conocimientos en el mercado de capitales, una oportunidad para su aprovechamiento, de una manera más sencilla de lo habitual y con menores riesgos de los asumidos en un escenario profesional. Dicho vehículo de inversión es conocido como las participaciones fiduciarias[1].

Sin embargo, como toda innovación, esta en particular comportó una serie de vacíos normativos que generaron afectaciones significativas a aquellas personas atraídas por las expectativas de rendimientos y el bajo índice de riesgos, como se pudo evidenciar en el

---

[1] Definidas por la Superintendencia Financiera de Colombia, a través de su Circular Básica Jurídica como “aquellos negocios en virtud de los cuales una persona natural o jurídica, mediante la transferencia de la propiedad a una sociedad fiduciaria, de uno o más bienes determinados, prevé la comercialización de participaciones fiduciarias en un fideicomiso, las cuales otorgan a los inversionistas el derecho a participar de los resultados económicos derivados del cumplimiento de una finalidad específica, sin que implique la propiedad del bien objeto el proyecto y, sin perjuicio, del ofrecimiento de beneficios adicionales”. Cabe anotar que dicho concepto fue introducido por la Circular Externa 024 de 2016, la cual modificó a la norma referida, tal y como se detallará más adelante.

caso BD BACATÁ, el cual será expuesto más adelante. En consecuencia, tales circunstancias derivaron en la intervención estatal para regular la nueva figura, de modo que se garantizaran los derechos de aquellos inversionistas de manera idónea e integral.

Así las cosas, y a partir de este preámbulo, el fin perseguido con el presente trabajo final de maestría es detallar de manera pormenorizada el desarrollo jurídico y desempeño de la figura de las participaciones fiduciarias, ello desde su creación hasta la actualidad, enfatizando en un aspecto fundamental para aquellas actividades relacionadas con el mercado de capitales, como lo es la protección de sus inversionistas.

Para el efecto, este documento se desarrollará en tres capítulos, siendo el primero dedicado a los fundamentos teóricos necesarios para abordar la temática a analizar, compuestos, en un primer lugar, por la intervención necesaria del Estado en la economía, para proseguir con los postulados constitucionales de la igualdad, y finalmente con los métodos de interpretación jurídica necesarios para comprender el espíritu de las leyes que abordan el asunto en particular.

Mientras, el segundo capítulo abordará, de manera descriptiva, los fundamentos técnicos y jurídicos para la comprensión del negocio de las participaciones fiduciarias, esto partiendo de su comparación con dos negocios similares, como lo son el mercado de valores y la fiducia de inversión que, en virtud de su correspondencia, proveerán información idónea respecto de la temática aquí analizada.

Finalmente, en el tercer capítulo, se estudiará la evolución histórica que conllevó a la creación de un régimen de protección al inversionista sólido en lo que atañe a participaciones fiduciarias, detallando sus pormenores, a partir de conceptos tomados de los negocios atrás reseñados, y develando ciertos interrogantes originados en el seno académico y de la doctrina, respecto de la naturaleza de las participaciones y otros aspectos de importancia capital como su negociabilidad.

Problema de investigación

En la actualidad, se ha evidenciado un crecimiento significativo de los negocios jurídicos constituidos a partir de participaciones fiduciarias, que son promocionadas como un vehículo de inversión seguro y que cuentan con posibilidades significativas y reales de generar rendimientos a partir de un capital mínimo invertido. Estas pueden ser de varias clases, más, sin embargo, en la práctica se ha evidenciado que son usadas habitualmente para desarrollar proyectos inmobiliarios como hoteles o centros comerciales, resultando atractivas desde el punto de vista económico para aquellas personas que cuentan con excesos de liquidez y que quieren aprovecharlos.

No obstante, a partir de su surgimiento, su desarrollo, aunque exitoso en el ámbito económico, resultó ciertamente inconveniente en lo que a sus aspectos jurídicos se refiere, debido a la existencia de gran cantidad de vacíos normativos frente al particular y aunado a su falta de regulación. Ello comportó una serie de desprotecciones para aquellos inversionistas que escogieron tales negocios, las cuales generaron gran impacto económico y social en ese entonces. Con todo, se produjo una regulación a tales actividades que, partiendo de negocios similares como el mercado de valores y la fiducia de inversión, resulta idónea para dicho vehículo de inversión, e incluso un tanto más garantista que las contempladas en tales orígenes. En ese orden de ideas, surge como interrogante para esta investigación:

¿De qué modo se constituyó el régimen de protección del inversionista dentro del negocio de las participaciones fiduciarias, a partir de lo que a ello atañe respecto de la fiducia de inversión y del mercado de valores?

Hipótesis

Considerando que los negocios de participaciones fiduciarias tienen como objetivo financiar proyectos productivos a través de la captación de dineros del público, del mismo modo que sucede en el mercado de valores y en la fiducia de inversión, el régimen de protección del primero encontró como base el desarrollo de estos últimos, procurando la igualdad entre los inversionistas que concurren en cada foro, cuyos objetivos son similares, en búsqueda de aprovechar los superávits de capital que poseen, y teniendo en cuenta que la protección establecida en los primeros años de regulación potenciaba los riesgos de estos. De esa manera, la intervención del Estado juega un papel fundamental en el desarrollo de la normatividad reguladora de los negocios de participaciones fiduciarias, toda vez que, fundado en la igualdad, y en la interpretación de las normas irradiadas por esta, procuró establecer un régimen sólido de protección con base en el establecimiento de deberes de conducta para los operadores económicos de ese ámbito, en procura del cuidado de los intereses de los inversionistas. Ello fue materializado en la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia, que fuera modificada por la Circular Externa 024 de 2016, a raíz de problemáticas sociales y económicas evidenciadas en el desarrollo de negocios que involucraron a las participaciones fiduciarias, que huelga anotar, carecen de pronunciamientos doctrinales y académicos suficientes para la definición de su noción y de su naturaleza.

Objetivos:

General:

Determinar las características e incidencias actuales del régimen de protección al inversionista en los negocios de participaciones fiduciarias a partir de su comparación con negocios similares como la fiducia de inversión y el mercado de valores.

Específicos:

1. Caracterizar las nociones de los negocios de participaciones fiduciarias, la fiducia de inversión y el mercado de valores, a partir de lo descrito por diversos autores y lo contemplado en las regulaciones normativas de cada actividad, abordando de manera especial los deberes previstos en estas, respecto de la protección de sus inversionistas

2. Describir la evolución histórica del régimen de protección a los inversionistas de los negocios de participaciones fiduciarias, a partir de los postulados establecidos sobre el particular en el mercado de valores y la fiducia de inversión.

3. Analizar desde el punto de vista de la igualdad y de la intervención del Estado en la economía, el régimen de protección a los inversionistas de los negocios de participaciones fiduciarias, estableciendo bajo su interpretación, su idoneidad y pertinencia para la cobertura y reducción de los riesgos inherentes a su actividad, con base en los deberes de conducta allí prodigados.

1. Capítulo 1: Marco teórico

En aras de dar cumplimiento a los objetivos propuestos y esbozados en precedencia, tanto el general como los específicos, este trabajo de maestría desarrollará y recapitulará, dentro de un orden lógico, tres teorías de importancia capital para el mismo, como lo son la intervención del Estado en la economía, la teoría de la igualdad y la interpretación y hermenéutica de los textos jurídicos.

Con ello, se buscará, a partir de sus preceptos, cuyos fundamentos irradian de manera integral el ordenamiento jurídico colombiano, sentar las bases sobre las cuales se analizará el tema objeto de estudio, en el orden de evidenciar su evolución a lo largo de su historia, sus particularidades frente a los inversionistas, así como sus ventajas y desafíos en la actualidad y hacia el futuro.

De esa manera, al finalizar el presente capítulo, y con base en lo rememorado, se explicará de manera detallada la metodología a adoptar para la presente investigación.

1.1 La importancia de la intervención del Estado en la economía

Las teorías de intervención por parte del Estado en la economía han venido desarrollándose a lo largo de la historia en torno a los sucesos económicos que han tenido lugar en esta, respecto de los cuales se ha evidenciado su necesidad, desde su aplicación más mínima hasta la más estricta. Partiendo de tales premisas, y hallándose que el tema de investigación busca interpretar algunas de las regulaciones inherentes al mercado de capitales, compuesto por el sistema financiero y fiduciario nacional, así como por el mercado de valores, se encuentra necesaria su exploración, debido a que la misma irradia sobre estas últimas. Así, inicialmente, se detallará su evolución histórica y los fundamentos esbozados sobre esta durante cada una de sus etapas, buscando generar de esa forma

una noción de la misma, para finalmente exponer el papel que actualmente ocupa dentro del desarrollo social y, obviamente, económico.

La intervención en la economía por parte del Estado deberá comprenderse desde la creación de aquel. Ténganse en cuenta las ideas planteadas por Hobbes, Rousseau, Locke y Bobbio referentes a los postulados del contrato social[2].

Con posterioridad a los postulados expuestos con la teoría del contrato social, es posible dilucidar el surgimiento del llamado Estado gendarme, cuyos postulados fueron desarrollados por aquellos a quienes se les denominó utilitaristas: Adam Smith, David Ricardo y John Stuart Mill, como principales representantes de tal corriente ideológica, quienes, basados en los pensamientos promulgados por los fisiócratas, plantearon las políticas denominadas como "*laissez faire, laissez passer*"[3].

De esa manera, el crecimiento económico evidenciado para la época conllevó al surgimiento de la clase obrera con bajos ingresos y condiciones míseras, que al ver tales condiciones desfavorables en su contra, requirió la intervención estatal para mejorarlas, generando de tal manera, a partir de las actuaciones notables de Otto von Bismarck, el

---

[2] Según refiere Ramírez Cedillo (2010, pp. 6-7), al encontrar comunes las guerras entre los hombres debido al ejercicio pleno de sus libertades y derechos, estos optaron por asociarse, concediendo una parte de estos a un ente superior, siendo este el Estado. Así, aquel actuaría de ahí en adelante, en virtud de ese contrato social, como garante de los derechos de los individuos y su ejercicio bajo su tutela y seguridad. Adicionalmente, entiéndase que el Estado, en su rol de garante, debió proteger a partir de dicho momento los derechos de propiedad detentados por sus asociados, según Alfonso Vargas (2010, pp. 383-384), quien cita a Bobbio y a Locke, desde dos puntos de vista. Estos se caracterizan por la procuración del bien común, y por la generación de condiciones de seguridad para el ejercicio de los derechos de los individuos sin que implicara la trasgresión de los de sus semejantes, sin intervenir más que en ello.

[3] Cabe anotar entonces que la filosofía desarrollada por esta última corriente, que surgió en el siglo XVIII de la mano de François Quesnay, esbozó que era necesario evitar toda intervención en el orden natural de los asuntos económicos, y que el Estado solo debería propender por cuidar la propiedad privada, la libertad económica, así como garantizar el goce seguro de tales derechos. Con base en ello, dichos ideólogos plantearon, en su orden, las teorías de la mano invisible, las ventajas comparativas y el principio de la no intervención de la autoridad, orientadas a la generación de ganancias y al crecimiento económico a partir de estas. Su fundamento central era la creencia de que los actos individuales procuraban por sí mismos un bienestar común, sin necesidad de la mediación de una autoridad, esto debido a la soberanía de la voluntad en cada una de las acciones desplegadas por una persona. (Alfonso Vargas, 2010, p. 385).

estado de bienestar[4], que reconoció a aquella clase desfavorecida derechos, como a la salud y a la educación, estableciendo además políticas gubernamentales en pro de la estabilidad económica (Martínez, 2018, p. 147).

A partir de las previsiones del estado de bienestar, y a raíz de los sucesos que dieron pie a la crisis económica de 1929, Keynes planteó que el mercado, a través de los actos soberanos de las personas y sin ayuda de una autoridad para su desarrollo, carecía de autorregulación (Martínez, 2018), por lo cual era completamente necesaria la intervención del Estado en búsqueda de estabilizar la economía[5]. Empero, las políticas intervencionistas, conforme lo referencia Martínez (p. 148), citando a Friedrich Hayek, fundaron ciertos efectos negativos de la mano de los regímenes totalitaristas, quienes al propender por garantizar los derechos sociales, tendieron a limitar la libertad económica[6].

Con posterioridad al diseño de tales premisas surgió una corriente neo institucionalista basada en los pensamientos de Ronald Coase, Douglas North y Thorstein Veblen. Estos establecieron que en la economía deben tenerse en cuenta los costos de transacción en razón al derecho de propiedad detentado por un individuo, adicionando a ello críticas frente a las teorías neoclásicas y el óptimo de Pareto. Con ello, dedujeron que el Estado necesariamente debe intervenir la economía de su país, con miras a “regular comportamientos, conductas, derechos de propiedad de una manera eficiente para crear marcos institucionales en donde se pueda desarrollar la economía como medio de desarrollo de cada país” (Alfonso Vargas, 2010, p. 392).

Con todo, el desarrollo histórico de los principios sobre los cuales se funda la intervención del Estado en la economía, así como las investigaciones realizadas por académicos como

---

[4] Es de destacar que el estado de bienestar es afín a los postulados del óptimo de Pareto, referidos al uso de principios básicos de racionalidad y de información, los cuales usados por un individuo, pueden generar bienestar económico propio sin afectar a otros (Alfonso Vargas, 2010, p. 387).

[5] Esto, según lo comenta Alfonso Vargas (p. 388), a través del aumento del gasto público en aras de inyectar capital a la economía nacional, y motivar a los sectores privados a la inversión, incentivando la demanda y cubriendo fallas del sistema, como la desigualdad en la distribución de riqueza, de acuerdo con lo analizado por Ramírez Cedillo (p. 10).

[6] Ello, aunado al surgimiento de problemas como la hiperinflación y el desempleo a gran escala, circunstancias a partir de las cuales, de acuerdo con lo relatado por Alfonso Vargas (p. 390), soportaron las ideas neoliberales, cuyo objetivo fue replantear el gasto público, liberar las tasas de interés y, procurar por la desregularización, entre otras medidas.

el Nobel de economía, Joseph Stiglitz, citado por Ramírez Cedillo (pp. 12-15), dan cuenta de diversos factores generados en los sistemas económicos sin regulación, los cuales dan razones suficientes respecto de la importancia de la intervención estatal en estos. Entre estos es posible enumerar i) la competencia imperfecta, ii) la existencia de bienes públicos, iii) las externalidades, iv) los mercados incompletos, v) las fallas en la información y vi) los desequilibrios económicos[7].

A partir de esto, concluye este último autor que es necesaria la intervención estatal en la economía, en búsqueda de procurar por los intereses de los asociados, añadiendo que ello deriva en un funcionamiento óptimo del sistema para evitar su colapso. Esto concuerda con lo inferido por Martínez (2018), quien expone que la intervención debe estar orientada a respetar la propiedad privada, conjurar las fallas del mercado y redistribuir los ingresos con miras a procurar la igualdad social[8].

Con base en lo anterior, una vez analizados los pilares sobre los cuales se fundamentó la necesidad de intervención del Estado en la economía, es menester caracterizarla en el caso colombiano.

---

[7] Describe Ramírez Cedillo (pp. 12-15), citando a Stiglitz, respecto de los factores denotados que estos se constituyen como tal, considerando que i) la competencia, cuando es perfecta, pueden existir incentivos entre los actores económicos para lograr beneficios, esto, con regulación estatal, que permite distribuirlos socialmente. Sin embargo, sin esta, es decir, siendo imperfecta, pueden generarse monopolios u oligopolios que afectarían la competencia. Por su parte, se erige ii) la existencia de bienes públicos, proveídos por el Estado, como los servicios públicos, incluida la justicia y la defensa nacional. En el mismo sentido, surgen iii) las externalidades, entendidas como efectos no deseados de la realización de una operación, los cuales deben ser aminorados por la regulación estatal de manera equitativa. De la misma forma, se originan iv) los mercados incompletos, en donde pueden incrementarse las ofertas frente a ciertos bienes, pero la demanda no crece de manera proporcional debido al poder adquisitivo de las personas, por lo cual debe entrar el Estado a suplir dicha falla, como por ejemplo en la salud y la educación. Así mismo, existen v) fallas en la información, sustentadas en que esta no sea brindada de manera completa, i.e., a un consumidor, elevando sus costos de transacción, por lo cual deben existir ciertos principios y regulaciones estatales que los disminuyan. Y finalmente pueden subsistir vi) desequilibrios económicos, basados en que el gasto total, siendo la suma entre el público y privado, no es suficiente para potenciar la economía por sí sola, por lo cual debe entrar el Estado a incrementar el de su cargo, buscando estabilizarla.

[8] Esto coincide con pensamientos como los de Amartya Sen, citado por Alfonso Vargas (2010), quien considera que el Estado “es garante de la equidad en la sociedad” y que debe “garantizar el acceso y disfrute de libertades (derechos) de las personas”, con el objetivo de evitar la desigualdad respecto de la distribución de riqueza, buscando anular cualquier factor que pueda frenar el desarrollo económico (Cujia Guerra et al., 2018, p. 108).

Para el efecto, el tratadista Mauricio Baquero (2018) esgrime que el modelo colombiano de intervención estatal se basa en un sistema de regulación dual, conformado por la legislación emitida por el Congreso de la República, por medio de leyes marco destinadas a la Presidencia de la República, quien dentro de su rol constitucional establece una regulación directa a través de entidades como ministerios, superintendencias y unidades administrativas, en desarrollo de los postulados constitucionales y las jerarquías normativas (p. 74).

Por su parte, la Corte Constitucional, mediante su Sentencia C-228 (2010), ha descrito que la Constitución Política de 1991, a través de sus artículos 333 y 334, ha propendido por la libertad de empresa y la libre iniciativa privada[9]. Estas deben desarrollarse con un fin social, así como que el Estado es el director general de la economía, esto, buscando garantizar el ejercicio de los derechos de quienes la conforman y racionalizarla,

> "con el fin de conseguir el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes, la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo y la preservación de un ambiente sano; el logro del pleno empleo de los recursos humanos; el aseguramiento a todas las personas y, en especial a las de menores ingresos, tengan acceso efectivo a los bienes y servicios básicos; y, por último, la

[9] Definidas y concebidas por esa corporación, a través de sus pronunciamientos jurisprudenciales como se detallará. Respecto de la libertad de empresa, se expone que «la Corte ha planteado que se concentra en la facultad de participación en el mercado a través de actividades empresariales destinadas a la oferta de bienes y servicios. Así, esa garantía constitucional se ha definido como "...aquella libertad que se reconoce a los ciudadanos para afectar o destinar bienes de cualquier tipo (principalmente de capital) para la realización de actividades económicas para la producción e intercambio de bienes y servicios conforme a las pautas o modelos de organización típicas del mundo económico contemporáneo con vistas a la obtención de un beneficio o ganancia. El término empresa en este contexto parece por lo tanto cubrir dos aspectos, el inicial -la iniciativa o empresa como manifestación de la capacidad de emprender y acometer- y el instrumental -a través de una organización económica típica-, con abstracción de la forma jurídica (individual o societaria) y del estatuto jurídico patrimonial y laboral». Por otro lado, la libre competencia económica comporta que "en criterio de la jurisprudencia analizada, existe competencia en un mercado cuando un conjunto de empresarios, en un marco normativo de igualdad de condiciones, ponen sus esfuerzos, factores empresariales y de producción, en la conquista de un mercado determinado, bajo el supuesto de la ausencia de barreras de entrada o de otras prácticas restrictivas que dificulten el ejercicio de una actividad económica lícita. En ese orden de ideas, el núcleo esencial del derecho a la libre competencia económica consiste en la posibilidad de acceso al mercado por parte de los oferentes sin barreras injustificadas". (Sentencia C-228, 2010, Consideraciones, párr. 6)

> promoción de la productividad, la competitividad y el desarrollo económico". (Consideraciones, párr. 5)

Con base en ello, el alto tribunal justifica que el Estado colombiano no fue desarrollado dentro de los modelos económicos clásicos, sino que se decantó por plantear una economía social de mercado. Su derrotero es buscar que con tales libertades se cumplan los fines plasmados en la Constitución, los cuales apuntan a proteger el interés general.

De este modo, puede avizorarse que el estado colombiano desarrolla una intervención del corte neo institucionalista, de acuerdo con las corrientes de pensamiento atrás estudiadas, denotando así una mixtura de protección económica con alto contenido social.

En ese orden de ideas, debe resaltarse el rol de la intervención precitada, descrito por Herrera (2017), quien expone que, tanto el sistema bancario, como el mercado de valores, que guardan gran relación el uno con el otro, han sido regulados de manera estricta por el Estado colombiano en procura de proteger a los inversionistas. Esto, por medio de medidas como la autorización por parte del ente supervisor para operar dentro del mercado, soportada en exigencias puntuales relacionadas con idoneidad, capacidad económica, tecnológica, administrativa y control de riesgos. En adición, deben contemplarse también las prohibiciones y disposiciones disciplinarias a las cuales se ven sometidos los intermediarios del sistema en general (2017, pp. 28-29).

1.2 Aplicación de la teoría de la igualdad al ámbito económico nacional

La igualdad como concepto jurídico, catalogada a su vez como principio y derecho, tuvo un desarrollo concurrente con las teorías de la intervención del estado en la economía, a medida que esta última avanzaba, de acuerdo con los sucesos históricos que fomentaron su aparición. Así, la igualdad fue teorizada a partir del contractualismo y el utilitarismo, y gracias a los principios creadores del estado de bienestar y de sus desarrollos evolutivos, junto con la realidad social imperante en las últimas épocas, su concepto fue modificándose, pasando de enfocarse, no solo en un punto de vista legal, sino en las características de la población y quienes la componen (Villavicencio Miranda, 2018).

El planteamiento de la igualdad como derecho, según lo reseñan el autor precitado, Camps (1997) y Urbano-Guzmán (2014), tuvo como origen la oposición popular frente a los preceptos de los estados estamentales[10]. Sin embargo, como lo refieren estos últimos, sucesos históricos como la promulgación del Bill of Rights inglés, la Revolución Norteamericana y la Francesa, generaron cambios radicales como la proscripción de los regímenes autoritarios ejercidos por las monarquías y el establecimiento de una nueva sociedad[11]. Fue a partir de tales acontecimientos que surgió, como lo expresan Villavicencio Miranda (p. 46), Camps (1997), Urbano-Guzmán (p. 129), la igualdad en el sentido normativo y sustancial, sobre la cual el filósofo del derecho John Rawls fundó sus teorías sobre dicho principio. Así, con base en dichos preceptos, planteó a la justicia social y a la libertad como principios y valores indisolubles con la igualdad, sobre los cuales se funda la sociedad actual.

En ese sentido, Villavicencio (2018) plantea que la igualdad tiene tres aristas, a través de las cuales se le entiende como derecho y principio. De esa manera, expone que la igualdad es un derecho fundamental que posee dos formas, la primera, basada en las oportunidades, y la segunda, desde el punto de vista material[12]. Igualmente, explica que la igualdad es prescriptiva, constituyéndose en sí misma como un deber ser, y por tanto como un principio, el cual irradia al sistema jurídico. Así, la creación de normas debe ser consonante con este, comprendiendo que existen factores en la realidad mediante los cuales se infiere la diversidad de quienes se rigen por estas. En ese sentido, refiere que los análisis respecto de la igualdad deben gestarse en el seno de la comparación, al

[10] Cabe resaltar las distinciones sobre las que estos se basaban, fundadas en la utilidad de las personas para la sociedad, en función de los actos que desempeñaban dentro de esta, así como en los títulos nobiliarios existente en dicha época, sobre los cuales se fundamentaba una discriminación que afectaba a la población en general.

[11] Estos tuvieron como objetivo eliminar toda clase de distinciones dentro de la sociedad para edificar nuevos principios, siendo la igualdad el principal, considerando que, a partir de tales circunstancias, a cambio de la centralización del poder en una sola persona, fue el imperio de la ley quien rigió sus designios, por lo cual, de acuerdo con la Declaración de los Derechos del Hombre y del Ciudadano, se expresó que “todos los hombres son libres e iguales”.

[12] En cuanto a las oportunidades, reseña el autor que es la “remoción de cualquier obstáculo que niegue la igual condición de agentes morales a todos los seres humanos. Tal sería el caso de postulados racistas, sexistas o discriminadores debido al género”. Sin embargo, acota que la igualdad material es aquella en la cual se brindan a las personas las capacidades para realizarla, en búsqueda de su libertad, esto en una clara alusión a Dworkin. (p. 49)

entender que existen desigualdades que deben tratarse como tal (pp. 51-55). Por tanto, esgrime que:

> "se distingue tradicionalmente entre la igualdad por equiparación y la igualdad por diferenciación. La primera opera cuando se considera que las diferencias fácticas que concurren son irrelevantes y deben ser descartadas y la segunda funciona cuando se considera que las diferencias fácticas son relevantes y deben ser consideradas para atribuir las consecuencias normativas". (p. 58)

Así las cosas, al comprenderse que la igualdad, desde su punto de vista formal, comporta ciertas prerrogativas para su aplicación, es de anotar que Rawls, con base en ello, plantea su teoría de la justicia. Esta, como lo expone Camps (1997), parte de rechazar los postulados de bienestar planteados por la corriente utilitarista, basados en su maximización, para dar paso a la visibilización de aquellos desfavorecidos que no cuentan con garantías para ejercer su libertad[13].

No obstante, de haber sido innovadora dicha posición de pensamiento, esta ha sido rebatida en varias ocasiones por pensadores como Amartya Sen, Ronald Dworkin y Martha Nussbaum, quienes, de acuerdo con lo expuesto por Camps y Urbano, consideraron su teoría de la justicia como insuficiente, al limitarse únicamente al estudio de la igualdad sustancial.

Por su parte, Urbano explica que Sen, al estudiar la teoría planteada por Rawls, la contraría, toda vez que considera que más allá de otorgar bienes básicos y primarios para conjurar la desigualdad, deben tenerse en cuenta las condiciones en las que se encuentran inmersas las personas, según las cuales estas últimas cuentan con ciertas capacidades para gozar de la libertad que solo la igualdad puede brindar. Así, esgrime que la esencia del problema no es solo procurar los medios de manera uniforme para solucionar las

[13] En ese orden, debe existir una justicia social basada en la equidad, referente a la distribución de los bienes que satisfagan las necesidades más básicas. Con ello, se busca una igualdad de oportunidades para aquellos que no cuentan con estas, en aras de su bienestar, y de paso, de su libertad, postulados que también enumera Urbano (2014) en su obra.

necesidades de los discriminados, sino que debe irse más hacia el fondo del asunto[14] (pp. 133-135). En dichas concepciones coincide con Camps, quien anota que Sen considera insuficientes por tales razones los bienes primarios explicados por Rawls[15] (1997). De otro lado, Nussbaum, citada por Urbano, argumenta que la teoría de Rawls, cuyos preceptos fueron concebidos respecto del contractualismo, falla al no comprender a aquellos que poseen discapacidades, o a los seres humanos debido a su nacionalidad, o incluso a los animales[16] (p. 137).

Finalmente, Dworkin (1990) critica la teoría erigida por Rawls, ya que considera que el concepto de bienestar es algo subjetivo, por lo cual interpreta a la igualdad como un componente esencial de libertad, la cual está determinada por la posesión de lo que llama "recursos"[17]. Así, su planteamiento, según Camps, está dirigido a que "la igualdad de recursos, que no significa que todos deban tener los mismos recursos materiales, sino que todos deben tener los recursos imprescindibles para satisfacer las necesidades básicas o los intereses generales" (1997).

En ese orden de ideas, y para los efectos del presente trabajo, se adoptará para este el concepto de igualdad de recursos planteado por Dworkin, en aras de dilucidar a la luz de tal teoría si la hipótesis planteada en el presente trabajo se corrobora, teniendo en cuenta que gracias a la intervención estatal se buscó generar igualdad para los inversionistas que acuden a los regímenes de inversión que más adelante se analizarán, esto en lo que

---

[14] Con esto, busca estudiar sus características, las cuales dan ese tinte pluralista a la población, dado que sus integrantes poseen capacidades diferentes para usar tales bienes en procura de sus menesteres, dependiendo de la libertad con la que cuenten en el momento de recibirlos (pp. 133-135).

[15] Según indica la autora, es necesario que las democracias brinden más capacidades, entendidas como libertades, para frenar el avance de la desigualdad. Finalmente, reseña que Sen considera que la pobreza no radica en las posesiones materiales ni en la noción económica de ingreso, sino en la capacidad de consecución de elementos que otorguen igualdad a quien no la tiene (1997).

[16] Esto en el sentido de la justicia, toda vez que en el contrato social estos, a su parecer, no contaron con una representación de sus intereses, por lo cual no fueron tenidos en cuenta, derivando en que exista desigualdad, la cual perdura hasta nuestros días, debido a la naturaleza contractualista de los estados. Así las cosas, propone, en consonancia con Sen, una provisión de capacidades para aquellos afectados (p. 137).

[17] Los cuales distingue Dworkin entre personales, siendo características inherentes al individuo, e impersonales, siendo bienes y beneficios físicos. Así, arguye que los personales son intransferibles, por lo cual las falencias que existan frente a los mismos deberán ser compensadas por el Estado, en búsqueda de vivir con dignidad (pp. 87-96).

respecta a su protección, lo anterior a partir de las interpretaciones de los preceptos legales que gobiernan a dichos vehículos de financiación y aprovechamiento de capital.

1.3 La interpretación como pilar fundamental de la comprensión del derecho y como método de investigación

Riccardo Guastini (2011) ha establecido que la interpretación es la asignación de un significado a un texto normativo, el cual ha sido proferido por una autoridad en la materia. Así, indica que los enunciados contenidos en dichos textos pueden ser denominados "disposiciones", cuyas interpretaciones derivan expresamente en aquello a lo que se le denomina "norma". Partiendo de ello, explica que la interpretación es una actividad intelectual que implica tener conocimiento de los textos normativos. A partir de esto, menciona que una disposición puede derivar en la interpretación de varias normas, y que, de igual manera, varias disposiciones pueden crear una sola norma, siendo que cada una de estas constituya un fragmento de esta última, o que dos o más disposiciones sean sinónimas y deriven en una sola norma en común. Según este autor, existen tres teorías de la interpretación jurídica que pugnan entre sí, las cuales denomina como del noble sueño, de la pesadilla y de la vigilia. (pp. 133-156)

Respecto de la teoría del noble sueño, concebida, como lo acotan Ramírez Ludeña (2014) y Juan José Moreso (2010), está basada en la teoría causal de la referencia, que se encuentra orientada a justificar que los significados otorgados a los enunciados normativos no tienen correlación con la descripción de sus características, sino que está determinada particularmente por la referencia realizada por estos, frente a los supuestos fácticos que quiere regular. De forma adicional, precisan que tales enunciados solo pueden ser tildados y juzgados como verdaderos o falsos, y que tales concepciones pueden verse permeadas por múltiples características, conforme diferentes puntos de vista a los cuales se vean sometidos[18]. De igual forma, exponen que las referencias tomadas de las normas y

18 Cabe anotar que Moreso (pp. 15-46) plantea una mejor aplicación de la teoría causal de la referencia, combinándola con el pragmatismo derivado de la interpretación semántica de los enunciados, la cual es criticada por Prieto Sanchis (2010, pp. 87-145). Este esgrime que no basta con atribuir significados razonables a estos últimos, sino que estos también se ven permeados por interpretaciones de orden político. Asimismo, rebate que, aunque se interprete que el lenguaje

principios morales, cuya incidencia es fundamental en los ordenamientos jurídicos, generan como consecuencia la adopción de posturas encaminadas al realismo jurídico y al esencialismo, cuyos postulados han sido abordados también por Ronald Dworkin, con su teoría de la respuesta correcta.

En cuanto a la teoría de la pesadilla, es definida por Guastini (2012) como aquella en la cual la interpretación no es un acto cognitivo sino de voluntad, influido por los valores y las decisiones adoptadas al respecto, lo que deriva en que los textos normativos no tengan significado hasta que se interpretan. Así las cosas, expone que la interpretación posee dos ámbitos, como asignación de significados y como clasificación de casos. En la primera, que se realiza a través de la interpretación abstracta de textos, se determinan las clases de hechos y casos a los cuales puede aplicarse la norma comprendida, mientras que la clasificación de casos se limita a la subsunción de los supuestos fácticos dispuestos para el efecto. Por otro lado, esboza que la interpretación puede desarrollarse como acto de conocimiento, de decisión o de creación jurídica, cuyo desarrollo depende de la asignación de diferentes significados frente a una disposición sin elección alguna entre estos.

Posteriormente, la interpretación basada en la decisión implica decantarse por uno de tales significados, y la interpretación de creación se ve imbuida en la creación de normas no expresas, que se encuentran tácitamente inmersas en las disposiciones estudiadas, siendo las dos últimas permeadas por la política. A partir de lo anterior, se pueden encontrar dos clases de indeterminación jurídica, con base en los textos jurídicos y en los casos en los cuales estos se pueden aplicar, lo que denota que las interpretaciones no pueden ser entendidas como verdaderas o falsas, sino siempre como verdaderas. Por tanto, entiende que la interpretación puede pregonarse como equivocada, si y solo si, a través de las interpretaciones realizadas sobre las disposiciones normativas, sin depender de su concreción y los enunciados allí contenidos (pp. 27-57)[19].

---

jurídico coincide con las intenciones del legislador, sus derroteros no serían del todo diáfanos, bajo el influjo del pragmatismo pregonado por Moreso.

[19] Sin embargo, tal concepción es rebatida y criticada por Lifante (2012) y Ramírez Ludeña (2012), cuyas concepciones evidencian que las interpretaciones basadas en actos de conocimiento y en actos de decisión pugnan entre sí por virtud de los criterios de corrección, en búsqueda de determinar cuál es la más adecuada, así como que las interpretaciones en concreto y en abstracto suelen devenir cada una en lo contrario. Finalmente, Guastini expone que tales comprensiones se

Finalmente, la teoría de la vigilia, denominada así por Guastini (2012), indica que sus postulados incorporan prerrogativas de una y de otra de las teorías atrás abordadas, admitiendo así la existencia de casos fáciles y difíciles. Menciona que los textos normativos poseen una textura abierta, que les imprime una gran vaguedad, lo que facilita que para los casos fáciles se pueda utilizar una gran cantidad de normas. No obstante, asegura que para los casos difíciles la aplicación de tales normas puede plagarse de dudas, la cual puede solucionarse a través de la discrecionalidad de los jueces, cuya interpretación puede darse a través de la referencia o la extensión. Para concluir, precisa que en este tipo de interpretación es posible distinguir entre interpretaciones correctas e incorrectas, pero que estas se encuentran limitadas en los casos difíciles[20].

En análisis de los postulados explicados por Guastini, y referentes a las teorías de interpretación, Canale esboza que las teorías mediante las cuales este expone la interpretación cognoscitiva y basada en las decisiones, estas no se encuentran ajustadas a la realidad, toda vez que contrarían los preceptos de la teoría del significado, que se basan en el significado literal que poseen los textos normativos, y que conllevan, en consecuencia, a que las teorías de la interpretación se basen en estas. Así, menciona que el lenguaje jurídico es uno establecido de manera artificial, destinado a guiar los comportamientos humanos, el cual se administra de manera autoritaria. Así, asegura que Guastini plantea dos teorías del significado, las cuales son incompatibles entre sí (2012). Inicialmente, plantea que este indica la necesidad de la “reconstrucción de las prácticas interpretativas”, la cual, desde el punto de vista de Canale, expresa cierta ambigüedad, ya

decantan más por los ámbitos de la argumentación jurídica que de la interpretación, y que las interpretaciones aludidas por sus críticas no contemplan hechos ni valores, ni prescripciones ni descripciones, así como se confunden los conceptos de interpretación concreta y en concreto, cuya diferencia radica en que la interpretación se realiza sobre casos específicos. Concluye entonces que la equivocidad de las interpretaciones se da es por los intérpretes, de acuerdo con su punto de vista frente a los asuntos objeto de esta.

[20] Cabe mencionar entonces que uno de sus máximos representantes es Hart (2007, pp. 155-192), quien plantea además que la textura abierta atrás referida deriva de los criterios generales de conducta, a través de las formas generales del lenguaje, por lo cual, ante casos generalizados y automáticos pueden aplicarse términos sin interpretación. Empero, frente a casos no comunes, a falta de existir certeza sobre los mismos, y encontrando la concurrencia de autoridades que los pretendan abordar, se genera así un lenguaje que deriva en legislación, el cual puede ser aplicado discrecionalmente, según cada caso y conforme sus objetivos sociales. A partir de ello, contraría lo pregonado por Dworkin, indicando que tal discrecionalidad genera que no exista una sola respuesta correcta, lo cual suele suceder en casos difíciles.

que por tal enunciado puede entenderse que existen significados de varias clases, atribuidos a textos normativos, lo cual deriva en que se explique que es un significado de un texto normativo. Expone entonces que dichas acepciones son diferentes entre sí, pero que se correlacionan una con otra, con base en que no existe la posibilidad de identificar significados y clasificarlos sin conocer las condiciones para hacerlo. Por tanto, menciona que tales posturas pueden ser clasificadas a través de dos términos, conocidos como "*meaning-theory*"[21] y "*theory of meaning*"[22]. De esta última postura, se desprenden dos vertientes, las cuales son denominadas por Canale como la teoría proposicional[23] y la teoría interpretativa del significado[24].

Con todo, se propone entonces que el conocimiento no es proposicional sino práctico y que responde a estímulos lingüísticos, los cuales se derivan de los contextos en los que son usados, como, por ejemplo, la discrecionalidad. Así, se extracta que las teorías descriptivas son de contenido empírico, las cuales son aplicadas por los jueces. Se concluye entonces que las teorías del derecho no tienen una estructura sicológica, sino que explican hechos sociales y cuyo discurso filosófico se basa en una praxis interpretativa.

---

[21] Se genera a través de un acercamiento para determinar el significado atribuido a los textos normativos, esto a través de la investigación empírica sobre la manera mediante la cual los jueces atribuyen significados a tales disposiciones (p. 141).

[22] La cual aborda elementos filosóficos sobre el significado. Lo que busca es encontrar resultados frente a la interpretación a través de la investigación filosófica, incorporando a esta la identidad, la epistemología y la filosofía de lenguaje. Con ello, busca dar una explicación del funcionamiento del lenguaje. De esa manera, se contempla que como la teoría de la interpretación exige de manera previa la asignación de un significado, como bien lo predica la teoría del significado, de esta forma se responde sobre cómo funciona el lenguaje (p. 142).

[23] Cuyo enfoque es filosófico, por medio del cual se entiende que los significados son entidades complejas que permiten la expresión del lenguaje. Se entiende así que este es descriptivo y práctico y que tales características dependen de su contexto. Por tanto, el interpretar presupone la existencia y determinación de un significado, en el cual una expresión asume muchos significados, de acuerdo con la sintaxis y la semántica, derivando así en la determinación de un significado estándar, aunque puedan existir aún muchos más. (p. 147)

[24] Por otro lado, este planteamiento tiene funciones explicativas, que en términos de eficacia conllevan a una observación empírica de la interacción lingüística. Así, existe una teoría anterior, donde el interlocutor usa el lenguaje, y una transitoria, en la cual existe intercambio lingüístico, como, por ejemplo, en los contratos o acuerdos. Finalmente, esta teoría se basa en variables contextuales, a través de mundos con posibles variables de verdad. (pp. 148-152)

1.4 Enfoque metodológico

La presente investigación se desarrollará a través de un enfoque dogmático-jurídico (Tantaleán Odar, 2016), mediante el cual se pretende estudiar de manera exhaustiva las regulaciones sobre los temas atrás expuestos, así como las consideraciones realizadas por la doctrina sobre estos. El análisis comporta abordarlo hermenéuticamente, en búsqueda de determinar la validez material de las normas estudiadas, en consonancia con las normas y principios rectores del ordenamiento jurídico nacional, de acuerdo con lo expuesto por Bernasconi Ramírez (2007). Igualmente, se pretende investigar a través del método cualitativo, con un enfoque explicativo del fenómeno evidenciado.

Para ello, de acuerdo con las acotaciones realizadas por Cañas (1978, pp. 267-272), ya habiendo elegido el tema de estudio, así como se planteó el problema y la hipótesis, será necesario ampliar las fuentes de información sobre este, en aras de evidenciar sus antecedentes y registrarlos, como se ha procedido en el estado del arte. Con todo, se buscará analizar dicha información, interpretando las fuentes normativas y doctrinales a través de los postulados de igualdad atrás planteados, mediante un método sistémico o sistemático que estudie la lógica de la normatividad sobre los hechos que regla, así como que esta esté acorde con el ordenamiento jurídico nacional. Para ello, se buscará determinar la posible existencia de antinomias mediante un criterio jerárquico y sus argumentos, determinar la norma principal sobre el tema, tal y como lo expone Anchondo (2012, pp. 41-45). Finalmente, se buscará criticar lo hallado, para plantear una decisión al respecto, una vez se encuentre comprobada la hipótesis.

Respecto de la igualdad, esta será estudiada a través del test establecido para tal fin, como ha sido aplicado por la Corte Constitucional en su sentencia C-093 de 2001, el cual comprende entre sus ejes, la comparación entre situaciones similares, la existencia de un trato desigual entre iguales, o igual entre desiguales, y la justificación de este. A la par, será necesario detallar el fin de las disposiciones, sus medios y una relación entre estos, aplicando sus intensidades, estricta, intermedia o leve.

1.5 Conclusiones

Surge entonces a modo de conclusión del marco teórico aquí referenciado, en lo que atañe a la protección del sistema, y de paso, de las personas que componen al Estado como asociadas, que resulta de importancia capital la intervención de este último en la economía, en procura de darle estabilidad a esta última.

Recuérdese entonces que, partiendo de la evolución histórica detallada de manera somera en el apartado aquí abordado, el Estado colombiano ha procurado, a través de los postulados constitucionales que actualmente rigen el ordenamiento jurídico nacional, una intervención de la economía en procura de la protección de los principios de libertad de empresa y de la libre iniciativa privada, irradiando de esta manera a cada uno de los agentes que actúan en esta; esto, de conformidad con las teorías neoconstitucionalistas que se han erigido para tal fin. Con base en lo anterior, puede vislumbrarse que la intervención descrita se ha realizado a través de una regulación legal y jurisprudencial respecto de los actores que operan en el mercado, así como de sus actividades.

Así las cosas, debe interpretarse, según las teorías expuestas sobre el particular, que la intervención estatal a la economía se encuentra irradiada por los postulados de igualdad expuestos atrás. Sin embargo, y para los efectos esperados de la investigación emprendida, debe considerarse que, respecto de esta última han de abordarse aquellos preceptos expuestos por Dworkin, en lo referente a la igualdad según los recursos.

Lo anterior, aplicando tal teoría al caso en concreto, teniendo en cuenta que quienes acuden al sistema como inversionistas, sea en cualquiera de los vehículos de inversión existentes en el mercado, no poseen características que los distingan significativamente los unos de los otros, de acuerdo con lo que se expondrá en el estado del arte detallado a continuación, por lo cual la igualdad prodigada debe estudiarse, como ya se mencionó en el apartado dedicado a ello, por medio de la equiparación.

2. Capítulo 2: Estado del arte

Para efectos de abordar el tema base de la presente investigación, es decir, el régimen de protección a los inversionistas dentro de los negocios de participaciones fiduciarias, sus fundamentos y particularidades, de conformidad con lo evidenciado a través del problema planteado y de la pregunta que deriva de este último, se estima pertinente realizar una aproximación a este a partir de dilucidar las nociones y aspectos fundamentales de aquellos negocios que persiguen objetivos similares y que, de una u otra manera, presentan aspectos especiales que contribuirán con el desarrollo de la presente investigación.

Dichos tipos negociales son el mercado de valores y la fiducia de inversión, por lo cual, a continuación, se estudiarán sus postulados, de modo que los mismos aporten paulatinamente información respecto del desarrollo del negocio de participaciones fiduciarias, el cual se abordará en la última parte de este capítulo.

En ese orden, se iniciará con el estudio del mercado de valores, para proseguir luego con una noción somera del contrato de fiducia, siendo este el pilar fundamental de dos de los negocios jurídicos aquí analizados, así como sus clases y particularidades. Posteriormente, se analizarán de lleno los postulados referentes a la fiducia de inversión, para finalmente, como se indicó en precedencia, presentar las acotaciones académicas realizadas sobre el negocio de participaciones fiduciarias.

2.1 El mercado de valores y sus particularidades

Tal y como anotan el Autorregulador del Mercado de Valores (2012), Cárdenas (2019), Callejas (2018) y Uribe Gil et al. (2013), este es un foro especializado en el cual se negocian de manera no intermediada valores, como acciones, derivados, papeles, bonos, entre otros, que son emitidos en búsqueda de financiamiento por parte de quienes los

expiden, ofertándolos a aquellos que cuentan con recursos para ofrecer, a quienes se les denomina inversionistas, que pueden ser personas naturales y jurídicas. Los autores resaltan su importancia, ya que ayuda a dinamizar la economía, brindando un apalancamiento distinto al intermediado, i.e. el sistema bancario, cuyo incentivo es generar rendimientos superiores a los habituales debido a su diversificación. Sin embargo, para entender sus mecanismos es necesario estudiar aspectos importantes como lo allí negociado, sus intervinientes y la protección brindada a los inversionistas. Es de anotar que la norma fundamental que rige a este mercado es la Ley 964 de 2005[25].

En ese orden, *in limine*, debe definirse la noción de valor. De acuerdo con Fagua (2017), esta surge en función del mercado en el cual se tranza, por lo cual puede considerarse que no se puede denominar valor a cualquier instrumento que no sea negociado en dicho foro. Así, considera que un valor es un derecho incorporado en un documento, el cual se emite en masa, cuya finalidad es captar dineros del público para aprovecharlos conforme el objetivo que se haya planteado para tal fin, el cual puede ofrecer una serie de rendimientos para quienes inviertan en este. Vale aclarar que tal concepto está fundado en la definición otorgada por el artículo 2 de la Ley 964 de 2005 respecto de este vocablo.

Igualmente, el autor expone que los valores cuentan con una serie de elementos incorporados en el canon normativo atrás aludido, los cuales son: que sea un derecho incorporado en un documento físico o electrónico, que sea negociable, que haga parte de una emisión, y que esté destinado a captar recursos del público. A partir de ello, es de destacar que estos, según explica, pueden ser negociados a través de endoso o de cesión, y que deben ser emitidos en masa, cumpliendo las regulaciones estimadas en la ley, como que su expedición sea autorizada por el órgano social de la entidad que los profiere, así como que deban ser registrados obligatoriamente en el Registro Nacional de Valores y Emisores, que se oferten en público y tengan como finalidad captar dineros del público. Con todo, alude que, si alguno de estos no concurre en el instrumento, este no puede ser catalogado como valor (pp. 231-237).

---

[25] "Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones"

Con base en tales preceptos, el Autorregulador del Mercado de Valores establece que dentro de la categoría de valores pueden incluirse las acciones, los bonos, los papeles comerciales, los certificados de depósito de mercancías, los certificados de depósito a término (CDT), las aceptaciones bancarias, títulos de deuda pública (TES), entre otros (p. 3).

Finalmente, debe aclararse que el concepto de valor suele confundirse frecuentemente con el de título-valor, y más teniendo en cuenta que el artículo 2 de la Ley, atrás mencionado, hace alusión a que aquellos deben contar con las características de estos últimos. Por tanto, Fagua aduce que, aunque entre dichos instrumentos son comunes los principios de “legitimación, literalidad, autonomía e incorporación (de derechos)”, así como son similares sus procesos de emisión y circulación, estos tienen ciertas distinciones. Por ejemplo, mientras los títulos-valores evidencian una relación de contenido crediticio de carácter privado entre deudor y acreedor, los valores tienen como derrotero, como ya se dijo, el captar dineros de quienes tengan la capacidad para proveerlos, siendo una actividad de interés público, en donde es esencial la protección de los inversionistas. Igualmente, es de resaltar que, aunque existen muchas más diferencias y similitudes entre tales instrumentos, las más notables para el objetivo de este trabajo son las aquí mencionadas.

Otro de los aspectos fundamentales del mercado de valores atañe directamente a sus participantes, entre los cuales conforman su arquitectura. Rincón (2017) afirma que esta se basa en la relación entre emisores e inversionistas, de la cual surgen los demás intervinientes en el foro. Empero, antes de abordar dicha interacción, es necesario tener claros los conceptos de quienes dan lugar a esta. En lo tocante a los emisores, el Autorregulador del Mercado de Valores (2012) los define como “aquellas entidades que deciden financiar sus actividades a través de la emisión de valores”. De esa forma, los discrimina según su naturaleza, en públicos y privados. Los públicos están conformados por:

> “i) el gobierno nacional, ii) las entidades públicas con regímenes especiales, iii) los gobiernos extranjeros y organismos multilaterales, iv) otras entidades públicas, como el Distrito Capital, las entidades descentralizadas del orden nacional, empresas industriales y comerciales del Estado o de economía mixta, etc.” (p. 5).

Por su parte, los emisores privados son, por lo general, empresas y entidades del orden financiero.

De igual manera, existen emisores que carecen de personería jurídica, como los denominados patrimonios autónomos, los fondos de inversión colectiva, los fondos de capital privado y de otros tipos (Varón Palomino & Fradique-Méndez López, 2017, p. 147), quienes deben contar con un administrador profesional que reúna los requisitos contemplados en la Ley 964 de 2005 para obrar en tal sentido (Varón Palomino et al., 2017, pp. 266-267).

Igualmente, Fradique-Méndez puntualiza que los emisores deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), el cual es una de las tres bases de datos del Sistema Integral del Mercado de Valores (SIMEV), Empero, señala que existen dos casos en los que no es necesaria su inscripción.

Una automática, en la cual están comprendidos los valores emitidos por entidades públicas, garantizados por la Nación y el Banco de la República, así como los expedidos por entidades de crédito y fondos de inversión, y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras – FOGAFIN. La otra, denominada como temporal, surge cuando cualquier entidad que posea acciones o bonos convertibles en acciones sin registrar, solicitan su inscripción para ser ofrecidos al público. Por otro lado, la cancelación de tal registro se ciñe a casos específicos, como cuando los valores están en circulación, no se han redimido por inactividad de su tenedor o cuando la asamblea general de accionistas lo solicita mayoritariamente (pp. 168-169).

A la par, destaca que los emisores deben cumplir con una serie de requisitos del orden interno y administrativo establecidos por la Superintendencia Financiera, denominados como Código País, contentivo de buenas prácticas corporativas (pp. 183-186). Para concluir, al identificar la naturaleza jurídica de los emisores es posible determinar que valores puede expedir cada uno, de acuerdo con las tablas que se anexan a continuación:

Emisores / Valores	S. por acciones	S. R. Ltda.	C. Cooperativas	Ent. sin ánimo de lucro	Nación. Ent. Pub. descentralizadas por servicios y territorialmente	Gob. extranjeros. Ent. públicas extranjeras	Multilaterales de crédito	Entidades extranjeras	Suc. Soc. extranjeras	Patrimonios autónomos	Carteras colectivas	Universalidades (Ley 546/99)
Acciones ordinarias	x											
Acciones privilegiadas	x											
Acciones preferenciales	x											
Bonos ordinarios	x	x	x	x			x		x	x		
Bonos convertibles en acciones	x											
Papeles comerciales	x	x	x	x			x		x			
CDM	*									x		x

Tomado de Fagua (2017, p. 268)

Emisores / Valores	S. por acciones	S. R. Ltda.	C. Cooperativas	Ent. sin ánimo de lucro	Nación. Ent. Pub. descentralizadas por servicios y territorialmente	Gob. extranjeros. Ent. públicas extranjeras	Multilaterales de crédito	Entidades extranjeras	Suc. Soc. extranjeras	Patrimonios autónomos	Carteras colectivas	Universalidades (Ley 546/99)
Titularizaciones												
T. Rep. Capital de riesgo	x	x	x	x			x		x			
Aceptaciones bancarias	**											
Cédulas hipotecarias	**											
Títulos deuda pública					x	x						

Tomado de Fagua (2017, p. 269)

En lo que concierne a los inversionistas, Herrera (2017) expone que son aquellas personas que, siendo naturales o jurídicas, teniendo plena capacidad económica, disponen de parte de su patrimonio para financiar “actividades productivas o de especulación”, buscando a través de ello una contraprestación económica (p. 31).

En ese orden, el autor clasifica a estos de dos maneras, de acuerdo con su experiencia en dicho ámbito, así como por su capacidad económica.

En primer lugar, estima que estos pueden ser distinguidos entre clientes inversionistas e inversionistas profesionales, de conformidad con lo esbozado en el Decreto 1121 de 2008,

a través de sus artículos 1.5.2.1 a 1.5.2.6, los cuales fueron compilados y modificados por medio de lo estipulado en el Decreto 2555 de 2010, en el libro segundo de la parte séptima. Respecto del cliente inversionista, el tratadista puntualiza que estos son aquellos que carecen, en un primer momento, de conocimientos y experiencia al incursionar al mercado de capitales, lo que en consecuencia genera que deban ser asesorados por aquellos intermediarios radicados en este último, en procura de sugerir decisiones que sean acordes con los riesgos a asumir en las operaciones a emprender.

Por su parte, expone que los inversionistas profesionales son quienes poseen amplia experiencia en tales actividades económicas, implicando que no sea necesaria una asesoría como la recién descrita, y que deban cumplir, a su vez, con ciertos requisitos de índole económico y operacional para obtener dicha calificación, como un patrimonio de, al menos, 10.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes, así como que haya emprendido operaciones mayores a 35.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes, entre otras exigencias. Cabe anotar entonces que, dadas las condiciones para ser denominado en tal sentido, la ley presume que quienes no ostenten tal carácter serán comprendidos como clientes inversionistas (pp. 35-36), lo cual genera una gran incidencia en los postulados legales que abordan las relaciones en las cuales estos se vean envueltos, en el orden de procurar por su protección.

De otro lado, en lo atinente a la capacidad económica del inversionista, el académico esboza dos nuevas clasificaciones, como lo son los regulares y los institucionales. Así, describe a los primeros como aquellos que, pese a tener capacidad para potenciar las actividades de financiación de proyectos productivos, no tienen mayor injerencia en las decisiones de mercado de oferta y demanda. Mientras, los institucionales poseen, no solo mayores recursos económicos, sino la posibilidad y capacidad de adoptar decisiones que puedan influir en el devenir del mercado en búsqueda de su beneficio, y muchas veces en detrimento de los demás que conviven en ese foro (2017, pp. 38-39).

Por su parte, Rincón (2017) reseña que los inversionistas también pueden dividirse en tres tipos, de acuerdo con sus intereses en el mercado: el individual, el institucional y, los que ocupan posiciones de especulación y arbitraje.

Acerca del inversionista individual, es quien usa sus propios recursos para ingresar al mercado, lo cual, generalmente, está proyectado a mediano o largo plazo. No obstante, también puede operar en el foro con objetivos a corto plazo, utilizando excedentes de liquidez a través de operaciones como las repo. Este puede ser una persona natural o sociedad del sector real (p. 99).

Frente al inversionista institucional, el académico puntualiza que son aquellas entidades que tienen como objeto social invertir dineros de terceros, por lo cual se encuentran vigiladas y reguladas por las autoridades, v.gr. sociedades administradoras de fondos de inversión o pensiones. De igual forma, explica que estas generan liquidez en el sistema y que sus operaciones, al ser de gran escala, pueden influir en el comportamiento del mercado. En ese sentido, su regulación apunta a proteger a aquellos que acuden a tales mecanismos para invertir (p. 100).

Finalmente, el doctrinante indica que aquellos que ocupan posiciones de especulación son aquellos que, de conformidad con información no confirmada o rumores acerca del mercado, toman decisiones de inversión con base en ello, por lo general, siempre a corto plazo. Por tanto, acota que tales operaciones proporcionan liquidez y dinamismo al mercado. Para concluir, revela que la posición de arbitraje es asumida por aquellos que obtienen ganancias a partir de la compraventa de valores que se encuentren en varios mercados con precios diferentes, por lo cual la diferencia de valores puede significarles una utilidad, no sin antes asumir costos de transacción como las comisiones (pp. 101-105).

Así las cosas, los demás intervinientes en el mercado son detallados por el Autorregulador del Mercado de Valores (2012), quien los divide en proveedores de infraestructura, intermediarios de valores y autoridades. Los proveedores de infraestructura, como la bolsa de valores y los depósitos centralizados de valores se encargan de facilitar su comercio, así como de custodiarlos y administrarlos, respectivamente. Los intermediarios de valores son quienes facilitan la inversión en el mercado, toda vez que los inversionistas no pueden acceder por sí solos a este; en ese orden, son intermediarias las sociedades comisionistas de valores, las fiduciarias, las administradoras de inversión, de fondos de pensiones, entidades financieras y de seguros. Finalmente, las autoridades son quienes velan por la actividad adecuada del mercado, buscando la protección de los inversionistas. Estas son la Superintendencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores,

quienes tienen funciones de inspección, vigilancia y control. Es de anotar que el Autorregulador es una entidad de carácter privado (pp. 6-8).

Para concluir, es necesario abordar el régimen de protección al inversionista del mercado de valores, el cual, conforme lo expone Quiñónez (2018), comprende, al menos, cuatro aristas, relacionadas con el derecho del mercado de valores, el mercantil, el del consumidor financiero y el penal. Huelga anotar que estas han sido incorporadas en el ordenamiento jurídico en virtud de la función de director general de la economía que detenta el Estado colombiano, de acuerdo con los postulados constitucionales erigidos sobre el asunto, y considerando que la actividad bursátil es de interés público y de gran incidencia sobre la economía nacional.

Por tanto, precisa que, gracias a las recomendaciones proferidas por la Organización Internacional de Comisiones de Valores, orientadas a proteger al inversionista de malas conductas y manipulaciones del mercado, mediante la provisión de información veraz e idónea al respecto, el legislador profirió la Ley 964 de 2005. Con todo, considera que, a partir de esta, la doctrina se encargó de erigir ciertas apreciaciones frente al tema, relacionadas con la regulación de información y su calidad técnica, la educación financiera para entenderla, el acceso a esta y el establecimiento de deberes de conducta (pp. 182-183).

A partir de ello, el autor indica que en el derecho del mercado de valores existen varios mecanismos y procedimientos de protección al inversionista, ejercidos por la Superintendencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores. Estos refieren la autorización para constituirse como emisor del mercado, así como su permanencia allí; la constitución de una base de datos como el SIMEV para proveer información sobre los emisores y sus emisiones, aplicadas por el ente supervisor; hasta la regulación disciplinaria y la capacitación y formación de los intermediarios, las acciones disciplinarias contra estos, acciones de responsabilidad civil ante la jurisdicción ordinaria y la prohibición de divulgación de información privilegiada en manos del Autorregulador. Igualmente, justifica que los mecanismos avizorados son indirectos, ya que no recaen sobre los inversionistas, sino sobre quienes intermedian por estos dentro del mercado (pp. 184-185).

Por otro lado, en lo atinente al derecho mercantil, el doctrinante relata que existen algunos procedimientos destinados a proteger a los inversionistas, cuando estos detenten exclusivamente la calidad de accionistas, esto frente a exigir derechos como la reclamación de dividendos, tener voz y voto en las asambleas sociales, el derecho de retiro y aquellas facultades brindadas por el Código de Comercio relacionadas con el derecho societario (pp. 187-188).

De otro lado, las regulaciones destinadas a proteger al consumidor financiero, específicamente contempladas en la Ley 1328 de 2009, atañen al inversionista, ya que comprenden a aquellos clientes, usuarios y clientes potenciales de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. En ese orden, estos se encuentran cobijados por derechos a obtener información relevante, completa y transparente, a recibir productos y servicios de calidad, a exigir una debida diligencia en su prestación, a recibir una educación adecuada sobre estos, entre otros. A la par, se establecieron mecanismos como la interposición de quejas ante el Autorregulador del Mercado de Valores, el defensor del consumidor financiero, así como se creó un centro de conciliación para la discusión de derechos patrimoniales (pp. 188-190).

Finalmente, en lo relacionado con el derecho penal, se han tipificado dos conductas delictuosas, denominadas como “utilización indebida de información privilegiada” y “manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores”, las cuales castigan las malas conductas desplegadas por los intermediarios sobre el desarrollo de las actividades realizadas en el marco del mercado, en aprovechamiento de su profesión y el conocimiento sobre el tema (pp. 191-193).

2.2 Un vistazo a las nociones de la fiducia de inversión y sus características

Inicialmente, debe precisarse que el contrato de fiducia, de origen romano, que ha sido de uso común por las personas naturales y jurídicas, es un negocio mediante el cual se transfiere la propiedad de algunos bienes para dar cumplimiento a un fin determinado por quien detenta su dominio, a quien se le denomina fideicomitente. Quien los recibe, es decir, el fiduciario, deberá administrarlos y utilizarlos para dar buen término a los objetivos indicados por el tradente, conforme los parámetros establecidos en el consenso, bajo

prerrogativas de entera confianza e idoneidad de quien desempeña tales funciones. Igualmente, se precisa que existe un beneficiario de dichas finalidades, que puede ser un tercero o el mismo fideicomitente (Fariña, 1993, p. 358).

En tal sentido, en la legislación nacional, el negocio fiduciario de carácter mercantil se encuentra regulado por los artículos 1226 y subsiguientes del Código de Comercio, a través de los cuales se abordan sus elementos esenciales y sus características específicas[26].

Adicionalmente, se puntualiza que las clases de fiducia mercantil, como las que aquí se abordarán se dividen en fiducias de administración, en garantía, inmobiliaria, de inversión y de participaciones fiduciarias, siendo estas dos últimas las que a lo largo de este trabajo tendrán desarrollo[27].

Ya adentrándonos en el concepto de fiducia de inversión, de acuerdo con lo analizado por Rodríguez Azuero (2017), por Aguirre (2013a, pp. 219-220), (2013c, p. 151), (2013c, p. 9), y por Arias (2008, pp. 230-231), esta es un tipo de negocio fiduciario mercantil, mediante el cual el fideicomitente destina sus bienes, sumas de dinero en exclusiva, para la constitución de un patrimonio autónomo, teniendo como finalidad su inversión, a través de su colocación, buscando que se generen rendimientos sobre estos.

Es de anotar que, debido a las generalidades que cobijan al contrato de fiducia, en esta clase de negocio son de gran importancia las instrucciones dadas por el fiduciante respecto del manejo y la administración de sus recursos. En ello coinciden los doctrinantes citados en que estas deben estar presentes ineludiblemente para los fines específicos de su colocación, sin posibilidades de disponer libremente de los dineros entregados en

---

26 Para el efecto, y en lo que atañe a las características del contrato de fiducia, tanto mercantil como civil, consúltense de la siguiente manera: elementos esenciales por González León (2019, pp. 83-86); necesidad y manejo de bienes por Superintendencia Financiera (2006) y la Corte Constitucional de Colombia (*Sentencia C-368*, 2012) y encargados de su prestación Baena Cárdenas (2013, p. 896) y Superintendencia Financiera (2018, pp. 1-2).

27 Frente a los conceptos y distinciones de las fiducias de administración, en garantía e inmobiliaria, véase: (Asociación de Fiduciarias de Colombia, 2011), (Mateus Bohórquez, 2015, pp. 20-22), Baena Cárdenas (2017, pp. 26-29) y Mateus Bohórquez (2015, pp. 19-20).

administración si se omiten las disposiciones esperadas del fideicomitente. Así, Rodríguez Azuero precisa que, si bien es cierto que los preceptos normativos de la fiducia mercantil prevén una administración discrecional de los bienes constituidos en fideicomiso, para el caso en concreto ello resulta imposible, ya que la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia limita tales posibilidades a las que disponga expresamente el fiduciante (p. 402).

A la par, debe dejarse claro que, como lo reseñan este doctrinante y Aguirre (2013a, p. 226), las obligaciones surgidas de la fiducia de inversión son de medio y no de resultado, por lo cual los riesgos que corran las inversiones realizadas en cumplimiento de las instrucciones dadas por el fideicomitente siempre deberán ser asumidas por este, sin detrimento de los deberes que el fiduciario debe observar, de acuerdo con lo consignado en las regulaciones legales de la materia.

Ahora bien, en lo que respecta a los fiduciarios que, para el caso de la fiducia mercantil, conforme se expone en el último inciso del artículo 1226 del estatuto mercantil colombiano, solo pueden ser personas jurídicas como establecimientos de crédito y sociedades fiduciarias autorizadas por la Superintendencia Bancaria (ahora Financiera), deberá entenderse que las entidades de esa especie, como lo describe Rodríguez Azuero, son quienes “adquiere(n) los bienes y se compromete(n) a administrarlos o enajenarlos para la consecución de la finalidad señalada en el acto constitutivo. Es pues, no solo un propietario frente a terceros, sino el ejecutor de la voluntad del constituyente expresada por acto entre vivos o por testamento” (2017, p. 230).

Así mismo, afirma el tratadista que sus calidades implican, en mayor medida, confianza para proveer a los constituyentes de un fideicomiso, así como aspectos morales generales y comunes para los negocios fiduciarios. Resalta entonces que, por lo menos en nuestro país, se erigió legalmente la necesidad de que quienes quisieran desempeñar el rol de fiduciarios y desarrollaran contratos de índole mercantil contaran con características de estricta profesionalidad, esto a partir de lo consagrado en el artículo precitado del Código de Comercio. De esa forma, se justifica la intervención, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia sobre sus actividades.

Cabe anotar que, para realizar las finalidades encargadas a las sociedades fiduciarias, estas constituyen patrimonios autónomos con los bienes entregados para su administración, los cuales detentan por sí mismos derechos y obligaciones, aun cuando carecen de personería jurídica, por lo cual deben ser representados directamente por las entidades que los conformaron. Eso obedece, según comenta Herrera a la necesidad de separación patrimonial entre los que bienes propios y los entregados para su gestión (2017, pp. 50-56).

En adición, es necesario considerar lo contemplado en la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia frente a los deberes de conducta asignados a las sociedades fiduciarias. Entre estos se comprenden el de información, expuesto por Giraldo (2005) como que debe orientarse a dar cuenta al fideicomitente de los aspectos negativos y las dificultades técnicas para el cumplimiento de la finalidad planteada, así como de los riesgos del negocio en general (pp. 86-87)[28]. Ello se relaciona directamente

[28] En relación con el deber de información, Herrera (2017) refiere que la información es "clave (en el mercado de valores y capitales) porque permite determinar los riesgos a los que se expone la inversión, así como definir la estrategia para su mitigación. A partir de la información se puede establecer si el deficitario de capital – que será receptor de los recursos – tiene activos, patrimonio o solvencia para devolver los recursos captados; si su comportamiento en el mercado ha sido satisfactorio; la percepción de los partícipes de los activos en el mercado y, en general, cuáles son las principales variables que pueden incidir en la formación de precios. Situaciones como el acceso a información privilegiada o la ausencia de divulgación de datos relevantes pueden afectar negativamente el funcionamiento del mercado de capitales, en tanto rompen el principio de igualdad que debe imperar entre los agentes del mercado al permitir que unos agentes actúen con mayor información y tomen decisiones que perjudiquen a aquellos que carecen de los datos no divulgados. Por ello, debe garantizarse un acceso igualitario a la información e impedir que personas con información no divulgada puedan actuar en provecho propio o de terceros. La triada riesgo, mitigación e información es la que finalmente permite que los superavitarios tomen decisiones de inversión para financiar las actividades de los deficitarios – lo que finalmente dinamizará la economía-, con costos variables dependiendo de la expectativa de utilidad de los superavitarios" (p. 20). De la misma manera, el tratadista expone que, en relación con el derecho a la igualdad, el correcto suministro (de información) les permite a los inversionistas la toma de decisiones de manera informada y en condiciones de igualdad con otros agentes, de suerte que sus inversiones se sometan a los avatares propios de los riesgos de mercado en condiciones de paridad. Los intereses jurídicos de la transparencia del mercado de valores y la protección de los inversionistas tienen una conexión inescindible con la fidelidad y exactitud de la información que está disponible en el mercado, particularmente aquella que es suministrada al mercado a través de los mecanismos periódicos y de información privilegiada, así como la que se entrega de forma particular a los inversores en detalle de su inversión y en virtud del deber de asesoría, que supone el suministro de datos claros, correctos, suficientes y oportunos" (p. 43)

con el deber de asesoría y consejo[29], definido por el ente supervisor como la emisión de opiniones y recomendaciones acerca de los negocios a emprender por parte del profesional, en lo que concuerdan Perron (1976, p. 11), Gaitán (2004, pp. 32-33), Aguirre (2013c, pp. 22-24), y el Tribunal arbitral de INURBE contra Fiduagraria S.A.[30] (1999). Dichas acotaciones atañen también a los deberes de lealtad[31] y buena fe, diligencia, profesionalidad y previsión, que involucran el respeto de los intereses del cliente, así como la idoneidad y experticia del fiduciario.

Asimismo, debe destacarse que la fiducia de inversión se encuentra regulada por varias normas, como la prevista en el numeral segundo del artículo 29 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (Decreto Ley 663 de 1993) y la Circular Básica Jurídica de la

---

[29] Con base en lo referido en la (*Sentencia de Corte Suprema de Justicia—Nº 7600131030062000-00145-01 de 12 de Enero de 2007*, 2007), proferida por la Sala Civil de Casación de la Corte Suprema de Justicia, M.P. César Julio Valencia Copete, el deber de asesoría y consejo se circunscribe a la evaluación, estudio y análisis, por parte de la entidad comisionista, del perfil de su comitente para realizar las inversiones que este le encomienda, revisando, de manera diligente, específica y concienzuda, los portafolios en los cuales planea proceder a invertir los fondos entregados por este último. Así las cosas, el máximo tribunal de la jurisdicción civil apunta a que no basta solamente con el análisis de indicadores y estados financieros de las compañías o proyectos en los cuales invierte el comisionista a nombre de su mandatario, sino que este debe proceder a realizar un examen a profundidad de aquellos factores respecto de la solidez en la inversión, esto, en procura de aminorar los riesgos producidos por las operaciones, y de paso, proveer cierta protección al comitente. Cabe anotar entonces que la sociedad comisionista o especializada en operaciones relacionadas con el mercado de valores y otras inversiones debe proveer consejos acertados al comitente en uso de sus facultades profesionales, y teniendo muy en cuenta el perfil de riesgo a asumir por parte de este último, siendo de importancia capital tales aspectos en el orden de generar la aquiescencia esperada para proceder a invertir los fondos que le han sido entregados para dicho objetivo.

[30] Compuesto por Narváez García, Uribe Acosta y Suescún Melo.

[31] En lo que atañe con el deber de lealtad de los intermediarios de valores, el Autorregulador del Mercado de Valores (*02-2016-396 contra Global Securities S.A. Comisionista de Bolsa*, 2017), por medio de su Tribunal Disciplinario, lo definió como “la obligación que tienen los intermediarios de obrar simultáneamente de manera íntegra, franca, fiel y objetiva, con relación a todas las personas que intervienen de cualquier manera en el mercado"56. En ese sentido, el deber de lealtad exige que los intermediarios de valores obren bajo los parámetros de la legalidad, la veracidad y la autenticidad de la información, constituyéndose como un modelo de conducta que debe ser atendido por los miembros autorregulados, y que implica que los sujetos que deben aplicarlo desarrollen la relación comercial con sus clientes sobre la base de la honestidad y la objetividad, lo que redunda, en últimas, en la confianza del público en el mercado de valores”. De la misma forma, precisó que dicho deber de conducta implica “brindar a sus clientes (los de los intermediarios de valores) información clara, completa y objetiva, con el fin de que los inversionistas cuenten con todos los elementos de juicio necesarios para tomar sus decisiones de inversión, de acuerdo a su apetito de riesgo” (sic). Con todo, interpretó que los deberes de conducta como el aquí estudiado pueden constituirse como derecho sustancial al surtirse como base de creación, modificación o extinción de relaciones jurídicas (pp. 22-23).

Superintendencia Financiera de Colombia, esto en el capítulo primero de la parte segunda de su título segundo.

Refiere Rodríguez Azuero (2017, p. 405), junto con Aguirre (2013c, p. 156), que existen dos modalidades para la fiducia de inversión, de carácter individual y de administración colectiva, ambas contempladas en el numeral 8.1 del apartado normativo indicado en el párrafo que precede, referente a la Circular aludida.

Así las cosas, los negocios de carácter individual, enmarcados dentro de los llamados fideicomisos de destinación específica, reseña Rodríguez Azuero, son aquellos que

> "[c]orresponden a la forma más sencilla en virtud de la cual el cliente transfiere al fiduciario sumas de dinero o establece las reglas generales en las que podrá hacerlo en el futuro, con el propósito de que las invierta de conformidad con sus instrucciones, ante la perentoria prohibición legal de abstenerse de hacerlo o de aceptar que los recursos se manejen como supletoriamente se establece" (2017, p. 406).

De igual manera, anota que, frente al fideicomiso constituido, es deber del fiduciario rendir cuentas sobre sus labores, en las cuales debe precisarse sobre los portafolios de inversión, sus plazos, especies y tasas.

Por otro lado, dicho doctrinante indica que los negocios de administración colectiva son los fondos habituales de inversión que son manejados por varias clases de intermediarios del mercado financiero. Entre estos se pueden enumerar los agentes de bolsa, sociedades de objeto especial, y desde luego, las sociedades fiduciarias. Así las cosas, destaca que tales inversiones reportan a los interesados rendimientos en corto plazo, mejores que otras inversiones, los cuales los hacen atractivos. De esa forma, indica que estos se dividen en cuatro: fondos de inversión colectiva, fondos de inversión inmobiliaria, fondos voluntarios de pensiones y fondos en moneda extranjera (pp. 406-409).

En relación con los fondos de inversión colectiva, Cárdenas (2014) refiere que, conforme lo expuesto en el artículo 3.1.1.2.1 del Decreto 1242 de 2013, estos son vehículos para captar dineros y administrarlos, integrados por varias personas, donde los recursos

recaudados se gestionan de forma que se obtengan réditos de manera colectiva. Al igual afirma que los fondos son patrimonios autónomos sin personería jurídica, que están completamente separados del patrimonio de la sociedad encargada de su administración, conservando así bien definidos los roles de fideicomitente y fiduciario. Es de señalar que el autor indica que esta clase de fondos hace parte de las instituciones de inversión colectiva, junto con los demás instrumentos de administración de esta clase, pero que la normatividad los distingue completamente de los demás, de acuerdo con lo previsto en el parágrafo del artículo 3.1.1.1.1 del decreto ya aludido (pp. 5-7).

Por su parte, los fondos de inversión inmobiliaria conservan la misma noción de los fondos de inversión colectiva, haciéndolos distintivos de estos últimos su destinación, decantada hacia los activos inmobiliarios. Así, Gómez (2018) expone que existen dos clases, denominados como Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliaria y Fondos de Capital Privado Inmobiliario, cuya regulación se halla contenida en la parte tercera del Decreto 2555 de 2010. Sobre los primeros, resalta que son fondos cerrados cuya concentración mínima de activos es del 75% del total de los aportados; su regulación es especial y prevé ciertos requisitos frente a activos inmobiliarios en los cuales invertir los recursos captados.

Por otra parte, referente a los segundos, destaca que los dineros allí aportados deben destinarse, al menos, en sus dos terceras partes a activos que no se encuentren contemplados dentro del Registro Nacional de Valores y Emisores, añadiendo a ello que existen unas inversiones mínimas de 600 Salarios Mínimos Mensuales Legales Vigentes.
De otro lado, los fondos voluntarios de pensiones, de acuerdo con lo que comenta Rodríguez Azuero (2017), surgen de la reforma al sistema pensional en el país, mediante el cual fueron creadas varias instituciones para su manejo, en coexistencia con el extinto Instituto de Seguros Sociales. De tal manera que, son fondos constituidos por aportes realizados por empresas o por individuos, quienes destinan los recursos consignados allí para un ahorro que permita tener una pensión de jubilación o de invalidez. Precisa entonces que se encuentran regulados por el artículo 168 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y que, aunque se podría decir que constituyen un patrimonio autónomo por cada uno de los contribuyentes, en realidad, es una suma de patrimonios administrados de manera colectiva (pp. 455-458).

Finalmente, frente a los fondos en moneda extranjera, este autor explica que surgieron a partir de la apertura económica y la liberalización del sistema financiero iniciada por el gobierno Gaviria, donde se permitió cierta libertad cambiaria, en contraste con lo prohibido previamente al respecto. De esa forma, acota que se permitió la constitución de fondos en pesos, cuya destinación exclusiva se dirigiera a invertir en divisas e incluso en otros activos que las contemplaran, tales como los valores, participaciones y similares. Cabe anotar que esto último fue permitido, según comenta el tratadista, por las disposiciones previstas en el Decreto 2175 de 2007, el cual finalmente se integró al Decreto Único 2555 de 2010.

En relación con el régimen de protección al inversionista, es importante resaltar lo evidenciado por Aguirre (2013a), quien esgrime la existencia de protección a través del concepto de consumidor financiero contemplado en la Ley 1328 de 2009, esto respecto de las calidades de fideicomitente y beneficiario que ostenta el inversionista. Así, expone que este tiene la posibilidad de elevar acciones populares y de grupo, en protección de derechos colectivos, como también la acción del consumidor financiero ante la Superintendencia Financiera.

Esta ley, como explican Muñoz y Sarmiento (2016), ha erigido varios mecanismos en defensa de los consumidores financieros. Inicialmente, dio al ente supervisor funciones de inspección y control de las actividades del sistema, en desarrollo de la intervención estatal en la economía, buscando regular el mercado y no dejarlo a su libre designio. Igualmente, estableció la figura del defensor del consumidor financiero, quien actúa como intermediario entre las entidades y el cliente, siendo un vocero de los últimos frente aquellas. Asimismo, indican que el deber de información es fundamental para el ejercicio de dichas actividades, ya que esta debe ser clara para los usuarios, considerados como el extremo débil de la relación contractual, aunado a la educación financiera que debe ser brindada para tal fin. Finalmente, la Superintendencia debe velar por la revisión de los contratos financieros, buscando evitar la proliferación de disposiciones abusivas que limiten los derechos de los consumidores (pp. 46-55).

Adicionalmente, hay una protección adicional brindada por el mercado de valores, concerniente a una aplicación más estricta de los deberes de conducta a cargo de las sociedades fiduciarias, buscando la reducción de riesgos de toda clase, además de las prerrogativas de dicho foro, al contar con el Sistema de Información del Mercado de

Valores (SIMEV) y el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y la posibilidad de acceder a los mecanismos propios del Autorregulador del Mercado de Valores, los cuales fueron detallados en el apartado anterior (Aguirre Soriano, 2013a, pp. 227-229).

2.3 De los negocios de participaciones fiduciarias

Originadas a partir de los negocios fiduciarios en general, definidos en el anterior apartado, pero con un uso amplio en aquellos de carácter inmobiliario y de inversión, surgen en el ordenamiento jurídico nacional las participaciones fiduciarias. Arce (2020) anota que, gracias a la versatilidad del contrato de fiducia, detallado al inicio del presente estado del arte, a pesar de que fue concebido al momento de su tipificación en el Código de Comercio, como un mecanismo destinado exclusivamente a la administración de bienes, sus preceptos legales flexibles facilitaron su adopción para destinaciones y usos distintos a este, como la financiación de proyectos, los cuales tuvieron como punto de partida el de la fiducia inmobiliaria. Sin embargo, considerando que este proporciona a sus beneficiarios el derecho de obtener una unidad inmobiliaria, tal figura mutó al punto de no comprometer la propiedad de una de estas, sino a obtener un porcentaje sobre los beneficios económicos que produjera, de acuerdo con lo pactado entre las partes del contrato (pp. 4-11).

En ese orden, las participaciones fiduciarias son definidas por Varón y Abella (2013) como aquellos derechos personales y económicos otorgados a quien detenta la calidad de fideicomitente o de beneficiario. Estos, pese a estar regulados por las disposiciones legales atinentes al contrato de fiducia y sus modalidades, dependen directamente de las condiciones pactadas en los consensos en particular, las cuales sirven como mecanismo para exigir el cumplimiento del objetivo que dio origen a este último. Así, exponen que su creación debe realizarse en consonancia con los deberes contemplados en la normatividad expedida para tal fin (pp. 13-16), noción que es compartida por Bermúdez Rodríguez (2018, p. 82).

A partir de ello, debe precisarse que el derrotero común de esta modalidad de negocios, como ya se dijo, es la financiación de proyectos productivos de cualquier índole, siendo utilizados en gran medida para aquellos que involucran fines inmobiliarios, como la construcción de hoteles, complejos industriales, de oficinas y de comercio. Allí, quien

adquiere las participaciones espera que le sea entregada una parte a prorrata de los beneficios que estos generen, ello en proporción a lo invertido sobre el total recaudado para ese objetivo, en lo cual coinciden Varón y Abella (pp. 25-26) y Arce (pp. 10-11).

De acuerdo con lo precisado por este último autor, al encontrarse que esta nueva modalidad de negocio surgió a partir de la fiducia, y que se relacionaba íntimamente con actividades de inversión, la Superintendencia Financiera debió entrar a regularla, tipificándola como un nuevo modo contractual dentro de ese marco (p. 16). Esto, a través de la Circular Básica Jurídica, la cual fue modificada a través de la Circular Externa 024 de 2016 para tal fin, contemplando previsiones importantes sobre los contratos, deberes por parte de los fiduciarios, y condiciones en general. Adicionalmente, es necesario comprender que las participaciones, al surgir en razón a la constitución de fiducias de índole mercantil, también son reguladas por los preceptos que gobiernan a esta, los cuales se encuentran contemplados en el Código de Comercio, tal y como se expuso en el anterior apartado, dedicado a la descripción detallada de la fiducia de inversión y sus particularidades.

Así las cosas, respecto de la caracterización de aquellos quienes eligen hacerse partícipes en este vehículo de inversión, la Superintendencia Financiera de Colombia (2010), a través de su Concepto 2010023725-002 de esa anualidad, expuso que, inicialmente, la denominación que se les otorgó se estableció según lo que se pactara en el acto constitutivo del negocio fiduciario, siendo lo más común que se les conociera como “beneficiarios”, esto en razón a la expectativa de recepción de réditos sobre lo pactado, de conformidad con los aportes que hayan realizado para ello (párr. 16-20).

A partir de ello, es necesario comprender que su vinculación a tales consensos es entendida por el ente supervisor, de acuerdo con lo que expone en el numeral 5.5 del Capítulo I del Título II de la Parte II de la Circular Básica Jurídica, como de adhesión, así:

> “Para los efectos del artículo 146 numeral 4 del EOSF se entenderá que todos aquellos negocios fiduciarios a través de los cuales se comercialicen participaciones fiduciarias mediante oferta o promoción al público en general, o mediante oferta o promoción a 20 o más personas determinadas, serán para la prestación masiva del servicio”.

Sobre ello, conceptúan Varón y Abella que aquellos contratos de prestación masiva del servicio son considerados de adhesión por concebirse con el fin de vincular a una cantidad plural de clientes, por lo cual estos proceden a aceptar o no, las condiciones allí plasmadas, derivando en que sean catalogados de esa manera como fideicomitentes o beneficiarios. Debe anotarse que la vinculación en masa suele originarse gracias a la publicidad emprendida respecto de los proyectos, por lo cual es común, en consonancia con lo vislumbrado en la norma citada en precedencia, que un número superior a 20 personas resulten interesados en estos. Finalmente, en relación con este tipo de contratos, indican que, al encontrar que su clausulado no puede ser discutido por la parte que se adhiere, la Superintendencia Financiera de Colombia es quien debe velar por los intereses de los vinculados, sujetando a revisión los consensos que se basen en tales prerrogativas, en búsqueda de evitar que estos contengan preceptos abusivos en su contra (pp. 22-26).

Con todo, los contratos que contemplen negocios de participaciones fiduciarias, de acuerdo con lo previsto en el aparte atrás citado de la Circular Básica Jurídica, deberán hacer alusión expresa sobre:

- el número de participaciones a constituir,
- las condiciones económicas, técnicas y jurídicas necesarias para el inicio del proyecto a financiar,
- los órganos de administración y supervisión sobre el devenir del contrato y las actividades contempladas en este,
- los mecanismos y reglas de constitución y transmisibilidad de las participaciones originadas a partir del contrato y,
- la obligación de brindar información transparente y completa respecto de este y su ejecución.

Se destaca por parte del ente supervisor que en ningún momento puede hacerse mención sobre la generación inequívoca de rendimientos en dichos consensos, ya que constituye una práctica insegura dentro del negocio. Así mismo, el fiduciario está en el deber de informar los riesgos a los que se somete el fideicomitente, esto en lo que atañe al desarrollo de la actividad base del consenso.

Respecto de la transmisibilidad de los derechos fiduciarios, Varón y Abella (2013) esgrimen que las participaciones fiduciarias son derechos personales de contenido económico, los cuales son abiertamente transmisibles mediante la cesión de las posiciones contractuales que estos comporten, debido a su naturaleza. Así mismo, debe estimarse que la transmisibilidad no se vea limitada a lo contemplado en el acto de constitución del contrato, ni a lo previsto en la ley sobre el particular. Por tanto, los doctrinantes explican que esta deberá hacerse en virtud de las disposiciones contenidas en el Código Civil y el Código de Comercio para el efecto, donde si el contrato es *intuito personae*, el fiduciario deberá aceptarla. De la misma manera, discurren que si bien pueden someterse a ser endosados, tal figura no se presume en la ley, por lo cual deberá pactarse entre las partes (pp. 27-31).

A su vez, la Superintendencia Financiera de Colombia (2018) estima que las participaciones fiduciarias no reúnen las características previstas en el artículo 2 de la Ley 964 de 2005, por lo cual no pueden considerarse como valores ni incorporarse al Registro Nacional de Valores y Emisores, limitando su libre circulación y emisión. Esto, a pesar de que pueden reunir los requisitos contemplados en tal canon normativo, como una emisión en masa, su negociabilidad mediante ofertas públicas y privadas, así como su fin fundamental de brindar financiación a un proyecto.

En cuanto al régimen de protección de los titulares de participaciones fiduciarias, Varón y Abella (2013) esbozan que esta puede tener dos connotaciones. La primera, que está relacionada con la protección al consumidor financiero, la cual ha sido regulada por lo establecido en la Ley 1328 de 2009, en cuanto a la provisión de información y publicidad comprensibles, claras y veraces frente a los productos ofertados. Por otro lado, discurren que las participaciones o derechos fiduciarios en general, a pesar de no haberse considerado como valores por la Ley 964 de 2005 y por la Superintendencia Financiera de Colombia, pueden verse cobijados con algunas de las prerrogativas de protección en cuanto a intermediarios de valores, de acuerdo con lo contemplado en el artículo 7.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010. Allí, se contemplan como actividades de intermediación la administración, negociación y gestión de instrumentos financieros, siendo que a las participaciones fiduciarias se les considera como tal.

Por otro lado, aduce Arce (2020) que la Circular Externa 024 de 2016, al establecer una serie de deberes de conducta para el ejercicio de negocios de participaciones fiduciarias,

así como otras estipulaciones referidas al contenido de los contratos y su ejecución, erigió un régimen de responsabilidades de los fiduciarios frente a la culpa en la que estos incurrieran frente a sus incumplimientos. En cuanto a los deberes, es posible enumerar el de información, referente a los riesgos de la actividad, los aspectos técnicos del proyecto a financiar, así como el manejo de posibles dificultades e imprevistos que puedan surgir en su ejecución, y los de asesoría, lealtad, diligencia y previsión, relacionados con la gestión de la inversión y sus riesgos.

Igualmente, en lo que atañe al clausulado y su ejecución, son conductas obligatorias que deben ser atendidas por los fiduciarios, derivando que, ante el incumplimiento de lo pactado, este se estudie a partir de su simple acaecimiento, configurándose así una suerte de responsabilidad objetiva. Esta no es denominada así en la regulación mencionada, pero si comprendida como tal, al encontrar que, de acuerdo a su interpretación, no se hace necesario el análisis de las conductas desarrolladas por el fiduciario, las cuales anteriormente solo se circunscribían a las previsiones contractuales, sino que estas deben ser acatadas de acuerdo con los preceptos legales que las regulan (pp. 20-25).

No obstante de lo anterior, y contemplando que el negocio de participaciones fiduciarias es relativamente nuevo en el ordenamiento jurídico colombiano, en primera medida, se halló que no existe un desarrollo doctrinal amplio al respecto, lo que deriva en que, como consecuencia, este trabajo pueda servir como fuente de información académica sobre el mismo, en aras de dar claridad sobre sus pormenores y ayudar a su comprensión.

2.4 Conclusiones

A partir del estudio de las figuras jurídicas y contractuales estudiadas en el presente estado del arte, es posible colegir que, las tres, al estar fundadas en prerrogativas inherentes al aprovechamiento de recursos superavitarios de propiedad de personas, tanto naturales como jurídicas, destinadas al financiamiento de proyectos productivos, estas se basan en el acatamiento de los deberes de conducta establecidos en la normatividad para tal fin.

Así, es posible denotar que, en definitiva, son esenciales para las operaciones emprendidas bajo las modalidades dilucidadas, la observancia del deber de información, en el orden a la mitigación de los riesgos propios de estas, así como la asesoría y el

consejo por parte de los intermediarios que desarrollan sus actividades en los mentados foros, sin dejar de lado otros principios ya aludidos, como los de la profesionalidad, buena fe, etc.

De igual forma, se encuentra que en los mercados estudiados existe una interacción relevante entre la totalidad de sus actores, entre los cuales es posible enumerar a los inversionistas, así como a los intermediarios del mercado, mediadores, y al Estado que, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, como ente supervisor, interviene de manera directa en su devenir.

Debe anotarse entonces que no solo el mercado de valores se encuentra erigido en el ordenamiento jurídico nacional como el mecanismo definido por excelencia para la realización de inversiones por parte de los interesados. También se vislumbró que el contrato de fiducia, al poseer una naturaleza flexible en cuanto a la adecuación de objetivos perseguidos por quienes lo utilizan, se ha posicionado a lo largo de los años como un vehículo de inversión seguro e idóneo, de manera que del mismo surgen la fiducia de inversión y, actualmente, el negocio de las participaciones fiduciarias.

Ahora bien, es necesario puntualizar, con base en lo antedicho, que actualmente los valores no son los únicos vehículos destinados a la inversión, sino que con el correr del tiempo y la evolución de los negocios jurídicos han surgido nuevos métodos para tal fin, v.gr. las participaciones fiduciarias. Sin embargo, es posible deducir que el ordenamiento jurídico colombiano ha actuado con cierta dilación para la regulación de dichas innovaciones, lo que ha acarreado, tanto inseguridad jurídica, como cierta desprotección al inversionista, e incluso vacíos normativos y doctrinales que actualmente han sido suplidos en parte, pero que aún perviven, en espera de su estudio, análisis y desarrollo.

De la misma manera, es posible dilucidar que los regímenes de protección de los negocios jurídicos detallados anteriormente se basan, en gran medida, en la noción de consumidor financiero, que es concomitante con la de inversionista, por lo cual existen varias opciones para la reivindicación de sus derechos. Estos cuentan con un pilar fundamental que es el deber de información, que como ya se indicó atrás, es esencial para el ejercicio de las operaciones dentro de cada uno de los mercados referidos, toda vez que por medio de

este se conocen los riesgos de cada una de estas, en el orden de que, a partir de la voluntad de sus intervinientes, se decida su participación en cada uno de tales foros.

Cabe anotar entonces que, en el siguiente capítulo, entrando ya de lleno en el régimen de protección al inversionista que ha acudido al negocio de participaciones fiduciarias, se precisarán y destacarán las regulaciones que hasta el momento se han proferido sobre el particular, ello en procura de proveer mecanismos idóneos para proteger los recursos invertidos, así como para dar solidez al ordenamiento jurídico nacional respecto de tales aspectos.

3. Capítulo 3: Régimen de protección al inversionista en el negocio de participaciones fiduciarias: Evolución histórica y particularidades

Una vez esbozados los preceptos académicos y jurídicos referentes al negocio de las participaciones fiduciarias, y en cumplimiento de los objetivos propuestos dentro de la investigación que aquí se desarrolla, se procederá inicialmente a hacer un recuento histórico de su utilización como vehículo y modalidad de inversión, ello durante los últimos años, teniendo en cuenta como hito de su puesta en boga la construcción del proyecto hotelero BD Bacatá, en donde se comercializaron derechos de origen fiduciario denominados como FIDIS. Así mismo, se describirá su regulación, esto con base en la Circular Externa 024 de 2016, emitida por la Superintendencia Financiera, y se harán menciones puntuales respecto de los deberes de conducta allí contemplados y su impacto para el negocio, en lo que atañe a la protección de los inversionistas, para finalmente hacer eco de algunas acotaciones realizadas por varios doctrinantes, respecto su naturaleza.

A continuación, a partir de lo traído a colación respecto de la regulación de los negocios de participaciones fiduciarias, en lo que atañe a su régimen de protección a los inversionistas, este se someterá a un análisis, respecto de su interpretación a la luz del principio de igualdad y la intervención del Estado en la economía. Ello se hará, comparando sus preceptos con los del mercado de valores y los de la fiducia de inversión, en aras de vislumbrar su idoneidad a partir de las prerrogativas que conllevan estos últimos, siendo aquellos los que configuran el hito en lo que respecta a la protección de los inversionistas.

Finalmente, se abordarán algunos aspectos importantes respecto de la caracterización de las participaciones financieras, considerando su gran similitud con los valores, de conformidad con lo descrito en la Ley 964 de 2005 sobre el particular, y se planteará una

solución hipotética, a la luz de las nuevas tecnologías, de los dilemas que atañen a la circulación de estos instrumentos financieros.

3.1 Participaciones fiduciarias: Antecedentes fácticos y problemáticas evidenciadas

A finales de la primera década del siglo XXI y a inicios de la segunda, un proyecto inmobiliario fue ampliamente difundido, tanto en los medios de comunicación, como a través de la internet, al catalogarse como icónico y revolucionario. Esto debido a su desarrollo estructural y de construcción, por las implicaciones económicas proyectadas para los años venideros, así como también por su ubicación clave, localizada en las entrañas del centro de Bogotá.

Este proyecto fue concebido como BD Bacatá, siendo proyectado como el edificio más alto de Colombia jamás construido para ese entonces, cuyo sitio de establecimiento sería el del antiguo Hotel Bacatá, asentado en el corazón del centro de la capital del país, en la calle 19 con carrera 5ª. En adición, su promotor, la sociedad BD Promotores Colombia S.A.S. planteó su explotación económica a partir de 3 actividades claves, como la comercialización de apartamentos y oficinas, la prestación de servicios hoteleros y la apertura de un centro comercial, todo en un mismo inmueble (BDBacata, 2012a).

Con base en ello, el desarrollo del proyecto dependería en su mayoría de la inyección de capitales por parte de una masa de inversionistas, a través de un vehículo de inversión nombrado como FIDI o derecho fiduciario inmobiliario cuya caracterización, a partir de lo avizorado en el estado del arte que precede, demuestra su equivalencia inequívoca a la de las participaciones fiduciarias (Diario La República, 2012) (BDBacata, s. f.).

Así las cosas, tal y como se puede avizorar en el canal de YouTube dedicado al proyecto inmobiliario, los FIDIs fueron publicitados como alternativa de inversión en varias ferias inmobiliarias realizadas a lo largo del país, en donde se mostraron las presuntas ventajas de esta y su facilidad para ingresar dentro del negocio propuesto (BDBacata, 2011) (BDBacata, 2012b).

No obstante, el desarrollo del proyecto se vio plagado de atrasos en su construcción, que impactaron de manera negativa en los inversionistas, desnudando las múltiples inconsistencias presentadas durante la negociación de las participaciones fiduciarias allí comercializadas, así como en la administración de la sociedad promotora y los dineros captados por esta, por intermedio de la sociedad Acción Fiduciaria S.A. (Revista Dinero (Semana), 2012), circunstancias que incluso conllevaron la admisión en proceso de reorganización de su promotora BD Promotores Colombia S.A.S. y la posterior iniciación de un proceso de liquidación judicial ante la Superintendencia de Sociedades, y el malestar de miles de inversionistas (Agencia de Periodismo Investigativo, 2021).

Adicionalmente, debe anotarse que otro proyecto afectado por las situaciones descritas fue el de BD Cartagena, el cual se vio afectado hasta derivar en la imposibilidad de su construcción (W Radio Colombia, 2020).

En lo que atañe a las inconsistencias evidenciadas respecto de las participaciones fiduciarias comercializadas en favor del desarrollo del proyecto, Ariza Marín expuso que el negocio desplegado tanto por la compañía promotora, como por la sociedad fiduciaria, adoleció de una divulgación idónea de información respecto de tal circunstancia, así como tampoco se proveyeron a los inversionistas datos atinentes a los riesgos de la inversión, lo cual derivó en que se perpetuara un problema de asimetría de la información, que perjudicó en definitiva los intereses de estos últimos (2018), hasta la actualidad (Noticias Uno Colombia, 2019).

Para el efecto, debe entenderse por asimetría de la información el fenómeno que denota la falta de expedición, entrega y divulgación de información veraz respecto de la realidad de las cosas y su consonancia[32]. Al respecto, Varón Palomino (2018) expone que, en lo

[32] Adicionalmente, entiéndase la teoría de la información asimétrica aquella en la que, en mercados económicos imperfectos, con una pluralidad de agentes que intervienen en ellos, existen algunos que poseen una mayor cantidad o mayor índice de información que impacta en las decisiones de los otros. Para una mayor ilustración al respecto, se citan ejemplos de ello, evocados por Perrotini (2002), Cavaller (2017), García Javaloyes (2016), Gilles (1992), Akerlof (1970), y en cita de Wise y Stiglitz, estos tres últimos como nobeles de economía, como los vendedores de automóviles usados, o los trabajadores capacitados o no capacitados en una empresa. Entiéndase entonces que, en tales ejemplos, un vendedor de un automóvil usado puede tener más información sobre el producto que vende respecto de un posible comprador de este, así como un trabajador con capacitación

que atañe a inversiones, conjurar dichas asimetrías resulta de vital importancia, toda vez que ello contribuye a una mejor toma de decisiones por parte de los inversionistas. Adiciona entonces que dicha asimetría se gesta entre los participantes del mercado, y que el objetivo, al procurar su no aparición, no es convertir al inversionista en un experto, sino proveerle información suficiente para adoptar decisiones al respecto (pp. 503-508).

Así las cosas, retomando lo caracterizado por Ariza Marín, no solo existieron fallas evidentes respecto del cumplimiento de un deber de información, sino que ello conllevó al soslayo de otros deberes de conducta inherentes a esta clase de negocios, como los mencionados en el estado del arte, relacionados con la asesoría y consejo, la lealtad, buena fe, diligencia y previsión, los cuales fueron cubiertos, a partir de la problemática descrita, con la emisión de la Circular 024 de 2016, realizada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

3.2 Evolución normativa y regulatoria del negocio de participaciones fiduciarias

3.2.1 Régimen inicial

De entrada, es necesario precisar que, para el momento de creación de los FIDIs, que como ya se evidenció, tuvieron origen a finales de la primera década de este siglo, las actividades desempeñadas por las sociedades fiduciarias que iniciaron negocios comunes y aquellos como los aquí estudiados, eran reguladas por lo contemplado en la Circular Básica Jurídica de esa época, que fuera modificada posteriormente por la ya tantas veces mencionada Circular Externa 024 de 2016.

Para ese entonces, ha de precisarse, no se habían tipificado los negocios de participaciones fiduciarias, siendo solo autorizadas aquellos operaciones contempladas en

---

puede exigir mayor salario por lo que conoce respecto de una materia, que un trabajador sin capacitación, que puede costar menos, pero proveer menor calidad frente a su trabajo, en perjuicio del empresario. Ello conlleva al surgimiento de algunas clases de asimetría de la información, como la selección adversa o el riesgo moral.

el numeral 1.2 del Capítulo Primero del Título Quinto de la Circular Básica[33], como aquellas relacionadas con cuentas de margen, administración de fondos de pensiones voluntarias, carteras colectivas y custodios de sus activos, agentes liquidadores de entidades públicas, representantes legales de tenedores de valor y demás contempladas en el artículo 29 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, en las que se comprenden asesorías financieras y operaciones de fiducia de inversión.

En adición, sus contratos debían contener términos sencillos y de fácil comprensión, siendo estos legibles y claros respecto de sus condiciones jurídicas y económicas, así como debían resaltar, en contratos de utilización masiva o de adhesión, las sanciones a imponer a fideicomitentes o beneficiarios, en los casos allí previstos. Así mismo, su operación debía basarse en lo preceptuado en el artículo 1226 del Código de Comercio, además de verse gobernados por los deberes de conducta de información, asesoría, protección de los bienes fideicomitidos, lealtad y buena fe, diligencia, profesionalidad y especialidad, así como también de previsión.

De la misma manera, se establecían prohibiciones sobre prácticas inseguras como la inclusión dentro de los negocios fiduciarios previstos en esa época, de personas catalogadas como terceros, sin que la sociedad fiduciaria no tuviera la potestad de oponerse a su integración, así como también la realización de negocios ajenos a los fiduciarios y la incorporación de cláusulas abusivas que minaran el equilibrio contractual entre las partes.

Respecto del contenido de los contratos dedicados a los fines perseguidos a través de los negocios fiduciarios, estos debían poseer una mención clara de su objeto, así como la distinción de los bienes fideicomitidos y su naturaleza, su mención sobre posibles rendimientos, derechos y obligaciones de los suscribientes, remuneración, causales de

[33] Para el efecto, y teniendo en cuenta que al consultar la Circular Básica Jurídica expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia en su sitio oficial, esta se encuentra debidamente actualizada; en el orden de revisar las regulaciones previas a la expedición de la Circular 024 de 2016, se halló en la red de información la Circular Externa 46 de 2008, expedida por esa misma entidad, contentiva de un anexo en el que se detalla la normatividad vigente para ese entonces, la cual podrá ser consultada en https://observatoriofinancieroybursatil.uexternado.edu.co/wp-content/uploads/sites/7/2020/01/CIRCULAR-EXTERNA-46-DE-2008.pdf-SFC-.pdf.

terminación, órganos de gestión y administración, gastos, gestión de riesgos, entre otras características. Huelga anotar que respecto de los riesgos la exigencia estándar era la alusión de mecanismos referentes a las políticas para su gestión y sus maneras de cumplimiento, sin limitarse a la exclusión de responsabilidades por parte de la sociedad fiduciaria.

Un aspecto fundamental abordado en la normatividad referida fue el de los contratos de adhesión y de prestación masiva, los cuales fueron entendidos por la Superintendencia Financiera, respecto de los negocios fiduciarios en general, como aquellos redactados y planteados unilateralmente por la sociedad fiduciaria, cuyo clausulado no es sujeto de discusión por los adherentes, quienes se encuentran limitados a su aceptación o rechazo. Así las cosas, dichas compañías debían remitir al ente supervisor los modelos contractuales, de modo que este procediera a su revisión, sin que ello implicara su evaluación respecto a validez del negocio jurídico planteado. De igual manera, se obligó a dichas entidades a proveer a sus beneficiarios copias de cada documento integrante del consenso.

Ya en lo que atañe a los negocios fiduciarios en especial tipificados y reglamentados a través de la mentada Circular, se establecieron la fiducia de inversión, con sus preceptos vistos y estudiados en el estado del arte que precede; la fiducia inmobiliaria, la fiducia en garantía y los negocios fiduciarios públicos. Es necesario resaltar en esta etapa de recordación de las regulaciones atinentes al asunto bajo estudio que, tal como lo expone Arce (2020), los negocios fiduciarios como el desarrollado en favor de la construcción del proyecto BD Bacatá, siendo como se dijo anteriormente, el hito en la figura contractual estudiada, fueron catalogados en un momento por autores como Peña Castrillón, como del ámbito de la fiducia de inversión y que, en virtud a su desarrollo, estos fueron adoptando prerrogativas relacionadas con la fiducia inmobiliaria[34]. (pp. 7-10).

---

[34] Frente al particular, resulta necesario entrar a definir de manera somera la noción de fiducia inmobiliaria, la cual, aunque guarda cierta relación con los negocios de participaciones fiduciarias respecto a su origen y desarrollo, como bien se expone en el presente párrafo, no fue objeto de estudio en el estado del arte, toda vez que su fin, referido por varios autores, no guarda correlación con fines específicos de inversión actualmente, sino que persigue objetivos relacionados con la entrega de unidades inmobiliarias adquiridas inicialmente sobre planos o por preventas. De esa manera, Baena (2017) expone que dicho negocio fiduciario, siguiendo los lineamientos básicos

De igual forma, la Circular Básica Jurídica preveía una obligación de rendición de cuentas erigida con el objetivo de proveer información a los beneficiarios y/o fideicomitentes de manera detallada y pormenorizada sobre la gestión de los bienes fideicomitidos y el estado del negocio, de carácter indelegable y periódico, que además, debía comprender una breve descripción del progreso del negocio, composiciones de portafolios, estado actual del punto de equilibrio y licencias de construcción, estado de ejecución de los proyectos de construcción según el caso, entre otros.

Finalmente, y como se resaltó en el capítulo precedente, en el apartado dedicado a la noción de los negocios de participaciones fiduciarias, debe destacarse que en vigencia de los preceptos normativos aquí detallados, quienes detentaran esta clase de vehículos de inversión eran considerados como beneficiarios, implicando, más allá de una discriminación en términos lingüísticos, cierta desigualdad frente a los inversionistas, incluso neófitos, en lo que comporta a regímenes de protección, beneficios, capacitaciones, entre otros.

Sin embargo, debido a aquellas falencias avizoradas referentes al incumplimiento de deberes de conducta, reseñadas en el apartado anterior, la Superintendencia Financiera

---

generales surgidos para todas las transacciones acogidas bajo el parámetro estándar de dicha figura jurídica, procura confianza, brindada por las sociedades fiduciarias al respecto, para el desarrollo de proyectos inmobiliarios “traslaticios y no traslaticios de dominio”, los cuales, basados en la profesionalidad de dichas compañías para el objetivo perseguido en tales encargos, menguan los riesgos inherentes a este para las partes que acuden a tal mecanismo, tanto a sus promotores, constructores y desarrolladores, como a quienes se interesan en la adquisición de las unidades inmobiliarias y las entidades financieras que les otorgan créditos (pp. 25-29). En cuanto a su régimen jurídico, este autor especifica que la figura de fiducia inmobiliaria se encuentra plenamente acogida dentro de su especie mercantil, regulada por el artículo 1226 del Código de Comercio, y que su reglamentación, considerada por el doctrinante como poco idónea al respecto, ha sido realizada por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, a través de la Circular Básica Jurídica aquí revisada, en el orden de dividirla en tres subespecies, conocidas como “de preventas, de administración y pagos y de tesorería”. Para el efecto, el tratadista rememora, a partir de lo consignado en dicho acto administrativo, que la primera implica el recaudo de capital proveniente de interesados en la adquisición de predios desarrollados en un proyecto inmobiliario. Así mismo, explica que el segundo se desarrolla a partir de la administración de bienes inmuebles previamente transferidos a un patrimonio autónomo, para que se efectúen los pagos necesarios para el desarrollo de un proyecto y que, asimismo, se transfieran los bienes resultantes mediante escrituración. Finalmente, su tercera modalidad deviene en la administración e inversión de los fondos recaudados y destinados a llevar a cabo un proyecto inmobiliario. Cabe anotar entonces que siendo esta una definición somera de esta modalidad de negocio fiduciario, podrán ampliarse sus conceptos abordando lo desarrollado por Baena (2017) y por Rodríguez Azuero (2017, pp. 470-487).

de Colombia procedió a aplicar una reglamentación estricta frente a las participaciones fiduciarias, tal y como se expondrá a continuación.

3.2.2 Surgimiento e implementación de la Circular Externa 024 de 2016: Tipificación de los Negocios de Participaciones Fiduciarias

Como bien se explicó atrás, la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia, hasta el año 2016, no contenía previsiones ni normatividad atinente y precisa sobre los negocios de participaciones fiduciarias, por lo que las operaciones realizadas que se hicieran a título de esta clase de transacciones debían regirse por las prerrogativas estándar de los negocios fiduciarios comunes y ya estipulados, las cuales produjeron ciertos inconvenientes a los interesados, quienes vieron vulnerados sus derechos a raíz de ello, y que, al no encontrar mecanismos idóneos para ventilar las situaciones lesivas en aras de su reivindicación, acudieron a los medios de comunicación para denunciar tales hechos, como se puso de presente al inicio de este capítulo.

Así las cosas, el ente regulador abordó la problemática, estableciendo un nuevo régimen, el cual se detallará a renglón seguido.

De entrada, es necesario destacar que la Circular Externa 024 de 2016 tipificó por primera vez los negocios de participaciones fiduciarias, al adicionar, a través de su instrucción segunda, el numeral 5.5. al Capítulo I del Título II de la Parte II de la Circular Básica Jurídica. Este definió tales operaciones como:

> "(…) aquellos negocios en virtud de los cuales una persona natural o jurídica, mediante la transferencia de la propiedad a una sociedad fiduciaria, de uno o más bienes determinados, prevé la comercialización de participaciones fiduciarias en un fideicomiso, las cuales otorgan a los inversionistas el derecho a participar de los resultados económicos derivados del cumplimiento de una finalidad específica, sin que implique la propiedad del bien objeto el proyecto y, sin perjuicio, del ofrecimiento de beneficios adicionales".

Frente a dicha definición, cobra gran importancia la redenominación de los propietarios de participaciones a inversionistas, dejando de lado la etiqueta estandarizada de beneficiarios, establecida en el concepto 2010023725-002 de 2010 reseñado más atrás, y separando, para concepto de quien escribe, el objetivo común de los negocios fiduciarios en general, de los perseguidos por operaciones de la misma naturaleza, pero con una destinación específica dirigida al aprovechamiento de recursos superavitarios, a través de la financiación de proyectos productivos en búsqueda de rendimientos para quienes los aportan. En adición, dicha calificación repercutió directamente en los apartados a exponer a renglón seguido, como se entrará a detallar.

Inicialmente, y frente al contenido de los contratos, el deber de información referido al negocio de participaciones fiduciarias, además de contar con las prerrogativas generales e inherentes a todos los negocios fiduciarios, adicionó la necesidad de que las sociedades que desarrollaran tales actividad y que administraran esta clase de modalidad negocial en específico, establecieran mecanismos idóneos para la comunicación e información de los riesgos inherentes para los inversionistas en desarrollo de esta, apartado que fuera adicionado al numeral 2.2.1.2.1 del Capítulo I del Título II de la Parte II de la Circular Básica Jurídica.

Esto conllevó entonces a que fuera necesaria la adición del numeral 3.4.7.3 al capítulo inmediatamente reseñado, en el cual se estableció la obligación de suministro por parte de las entidades fiduciarias de los siguientes ítems:

- Información del proyecto a desarrollar, como sus etapas, riesgos y escenarios de factibilidad.
- Número total de participaciones fiduciarias a comercializar.
- Información sobre el promotor, constructor y operador
- Mecanismos de financiación del proyecto, si a ello hubiere lugar, así como métodos de pago y consecuencias derivadas de incurrir en mora respecto a ello.
- Detalles frente a la posición contractual a adquirir por parte del inversionista, así como sus derechos y obligaciones.
- Valor de las participaciones fiduciarias según lo contemplado en el contrato de fiducia y su valor de comercialización.

- Una indicación diáfana de la ausencia de garantía frente a una posible rentabilidad, así como la posible existencia de pérdidas, Así mismo, la mención especial de la imposibilidad de constitución, a partir de la participación fiduciaria adquirida, de rentas vitalicias.
- Causales de terminación del contrato fiduciario.
- Estado de cumplimiento de las condiciones para el inicio de la fase de desarrollo o punto de equilibrio.
- Y finalmente, bienes que conforman el patrimonio autónomo constituido.

En adición, la Circular Externa 024 de 2016, con sus disposiciones, previó la necesidad de proveer mayor información respecto de la operación del negocio desarrollado, por lo cual estableció, como en los negocios fiduciarios similares, el deber de rendir cuentas a los inversionistas, de una manera similar a la evidenciada en el apartado anterior. Sin embargo, dicho acto administrativo adicionó, a nivel general, y obviamente vinculante a los negocios de participaciones fiduciarias, que las rendiciones de cuentas realizadas debían tener soportes o documentos que sustentaran la veracidad de la información suministrada, así como debía posibilitar a los intervinientes contractuales su consulta.

Es de anotar entonces que se añadió un nuevo apartado específico a la normatividad allí prevista, en desarrollo de la figura contractual aquí estudiada, esto a través del numeral 6.1.4.2.13.6 del capítulo anteriormente señalado. Así, a la información rendida con base en los preceptos generales de los negocios fiduciarios, debe agregarse una determinación inequívoca de los sujetos responsables del desarrollo de cada etapa del proyecto, los alcances de los actos realizados por la sociedad fiduciaria en cuanto a funciones y actividades, el estado de las condiciones para proseguir con las etapas del proyecto, su grado de avance, los hechos que afectan al proyecto y sus soluciones, información específica sobre cada etapa del proyecto, así como del estado del activo subyacente, entre otros. Se resalta así que dicha información debe ser extractada, por parte de la sociedad fiduciaria, de los soportes que el promotor, desarrollador y constructor le provean para el particular.

Por otro lado, la Circular Externa 024 de 2016 estipuló que los contratos en los cuales se negociaran participaciones fiduciarias se entenderían como destinados a la prestación

masiva del servicio, en el orden de que lleguen a vincular, a través de ofertas o promociones, al público en general o a más de 20 personas determinadas. Ello implica, como bien se estableció en el capítulo anterior, en lo que refiere a las nociones generales de esta clase de figuras contractuales, que sean contratos de adhesión, cuyas particularidades ya fueron descritas allí.

Igualmente, se tipificaron prácticas inseguras en los negocios fiduciarios en general, pero más que todo con destino a la clase de negocios aquí estudiados, como la prohibición de garantizar rentabilidades respecto del curso de estos. Sin embargo, se condicionó su operación en torno a que el fiduciario debe procurar los mayores rendimientos a partir de los bienes aportados.

De otra parte, y con una importancia capital respecto de la protección de los inversionistas, la Circular en mención adicionó el numeral 8.6 al Capítulo varias veces aludido, en torno a establecer que las figuras contractuales de los negocios de participaciones fiduciarias se determinarían a partir de su activo subyacente. En ese orden, es posible deducir que la mayoría de los patrimonios autónomos conformados poseen bienes inmuebles, por lo cual se colige, igualmente, que sus regulaciones, adicionales a las atrás reseñadas, se ven influenciadas igualmente, en gran medida, por los presupuestos que gobiernan a la fiducia inmobiliaria, descrita someramente atrás.

Para el efecto, los contratos en los cuales se negocien participaciones fiduciarias deben contener postulados equivalentes a los de la fiducia inmobiliaria, como bien lo reseña el numeral 5.2 del capítulo varias veces citado. Así las cosas, estos deben abordar el eventual compromiso de la sociedad fiduciaria frente a su responsabilidad dentro del proyecto promocionado, evaluando y analizando sus circunstancias, como los terrenos aportados para su desarrollo, su tradición sin impedimentos legales, que el punto de equilibrio propuesto no mengüe la viabilidad de este, y que las condiciones técnicas y financieras se cumplan previo al giro de los recursos captados al desarrollador o promotor.

De igual manera, deben verificarse que los proyectos a desarrollar cuenten con las licencias de construcción necesarias para ello, que los constructores cuenten con solvencia y capacidad para ello, que existan menciones expresas sobre sus fuentes de financiación y que se constituyan pólizas de seguro para amparar los riesgos inherentes al

ejercicio. Es menester agregar, a la par, que, en caso de negocios de preventas, estos también poseen el carácter de contratos de adhesión. Se añadió entonces que, de forma diáfana, debe indicarse el destino de los fondos recaudados, sus causales de devolución, la identificación clara de los beneficiarios, así como su entrega a terceros, desarrolladores y administradores del proyecto, sus derechos y obligaciones y el responsable de la ejecución del proyecto.

Finalmente, la Circular Básica Jurídica estableció que es esencial la mención de las condiciones necesarias para alcanzar el punto de equilibrio, así como la verificación de su cumplimiento por parte de las sociedades fiduciarias, el término para acreditarlo, el término estimado de duración de la construcción, la obligación de remisión de información suficiente para cumplir con la rendición de cuentas requerida, entre otras.

Tales medidas conllevaron a que el deber de información se aplicara de manera más rigurosa, en lo que a rendición de cuentas atañe, toda vez que, se exigió, para aquellos negocios de fiducia inmobiliaria, en adición a los postulados atrás reseñados, y referidos para los fideicomisos en general, que se indicaran los alcances de las funciones y actividades llevadas a cabo por las sociedades fiduciarias encargadas, el estado de obtención del punto de equilibrio, el responsable de la construcción del proyecto, aquellas situaciones que hubieren afectado el desarrollo normal de este último, la afectación de las pólizas constituidas en su garantía y la cantidad de unidades comprometidas y transferidas.

Con base en lo anterior, se encuentra que las participaciones o derechos fiduciarios destinados a la financiación de proyectos productivos pasaron de estar regulados de una manera generalizada y poco profunda, acarreando problemas respecto de la información brindada a sus adquirentes y por ende, de la asunción de riesgos al respecto, a una regulación en específico, que, a partir del deber de información, blinda de una manera idónea a los ahora llamados inversionistas, cuyos riesgos se ven atenuados gracias a la observancia de este último, junto con los demás deberes de conducta, que concatenados, procuran la protección de sus inversiones y de los intereses surgidos a partir de estas.

3.3 Análisis interpretativo a la luz de las teorías de la igualdad y la intervención del Estado en la economía, del régimen actual de protección de los inversionistas en participaciones fiduciarias

En atención a lo esbozado atrás y, según lo expuso Ariza Marín, conforme se evocó de sus pronunciamientos respecto de los hechos originados de los negocios relacionados con el BD Bacatá, se puede colegir que, efectivamente, se gestó un gran problema de asimetría de la información, que conllevo la aparición de fenómenos de selección adversa y riesgo moral[35].

Acorde con las nociones académicas de tales términos, entiéndase entonces que la selección adversa denotada en el caso bajo estudio surge a partir de la falta de difusión de información real y veraz respecto del desarrollo del proyecto inmobiliario atrás aludido, ello a través de una rendición idónea de cuentas. De igual forma, los fallos gestados en dicho escenario ocasionaron un riesgo moral a los inversionistas, en lo que respecta a que la sociedad desarrolladora del proyecto, es decir, BD Promotores Colombia S.A.S., en procura de dar curso a la construcción del edificio donde se desplegarían las actividades productivas prometidas a los inversionistas, así como en desarrollo de sus actividades empresariales propias del negocio, incurrió en manejos económicos y financieros que derivaron en la consecuencial insolvencia empresarial tratada por la Superintendencia de

---

[35] Para el efecto, entiéndase a la selección adversa como aquella en la que, “en los mercados financieros, los prestamistas frecuentemente obtienen conocimiento incompleto o limitado de la solvencia o calidad crediticia de los prestatarios. Se considera que los prestamistas no tienen la capacidad suficiente para evaluar completamente la calidad crediticia de cada prestatario. El precio o tasa de interés que recibirán de los prestatarios por los préstamos reflejará sólo la calidad promedio de las empresas (o prestatarios) emisoras de valores (obligaciones o acciones). Este precio probablemente será menor que el valor de mercado justo para las empresas de alta calidad, pero mayor que el valor de mercado para las empresas de baja calidad. Debido a que los directivos de las empresas de alta calidad saben que sus valores están subvaluados (los costos de sus préstamos obtenidos son excesivos) evitarán pedir préstamos al mercado. Sólo las empresas de baja calidad desearán vender valores. En el momento que las empresas de alta calidad emitirán pocos valores, muchos proyectos que podrían haber generado beneficios no serán realizados. Al mismo tiempo los menos exitosos o los proyectos de las empresas de baja calidad serán financiados; se trata de un resultado ineficiente” (Sánchez-Daza, 2001). En lo que respecta al riesgo moral, este es descrito por Sánchez Franco (2015, p. 11) como el suceso en que “un agente realiza acciones que el otro no puede controlar e influyen en la probabilidad de que tenga lugar un acontecimiento (…) Ya que el inversionista no puede controlar dichas acciones, no sabrá el riesgo de la inversión y puede terminar por perderla”.

Sociedades, como ya se mencionó anteriormente, y en la liquidación judicial de la sociedad.

Para el efecto, es necesario comprender que las asimetrías de información denotadas, según lo comenta Stiglitz (2006), deben ser conjuradas a través de la intervención estatal en la economía. De esa manera, en el caso en concreto, y otros relacionados con operaciones financieras y bursátiles, la obligación de proveer información detallada sobre estas puede procurar la reducción de los fenómenos evidenciados, disminuyendo, consecuencialmente, los riesgos a los que se exponen los inversionistas, también llamados agentes, según las teorías del análisis económico del derecho (Devis Cantillo et al., 2019).

Con base en lo anterior, se encuentra que el Estado colombiano, a través de la Superintendencia Financiera, como ya se explicó en el apartado precedente, y utilizando las facultades conferidas por la Constitución Política y contempladas en sus artículos 333 y 334, citados atrás, intervino las actividades relacionadas con participaciones fiduciarias, en aras de que se proveyera suficiente información a los interesados en esta clase de negocios. Ello, de modo que tales medidas redujeran los riesgos a los que estos se exponen al acudir a dichas inversiones, y que estos no influyeran negativamente en la economía nacional, considerando el auge de tal instrumento para la financiación de proyectos productivos basados en desarrollos inmobiliarios.

Sin embargo, aunque tales acotaciones podrían parecer, de cierto modo, sencillas, se considera, a partir del análisis realizado en este trabajo, que las mismas garantizan de forma efectiva el derecho fundamental a la igualdad de los que acudieron a tales métodos de inversión, ello partiendo de su comparación con aquellos quienes optan por el mercado de valores o por la fiducia de inversión. Así las cosas, se detallará a continuación, a la luz del test de igualdad utilizado por la Corte Constitucional[36], las incidencias de la regulación contemplada en la Circular Externa 024 de 2016 respecto de los inversionistas en negocios de participaciones fiduciarias.

[36] Para ello, téngase en cuenta su desarrollo, a partir de las prerrogativas desarrolladas por tribunales europeos y norteamericanos sobre el particular, evocados por la alta corporación en sus sentencias C-022 (1996), C-673 (2001), C-415 (2014) y T-323 (2015).

Inicialmente, y conforme lo previsto en el precedente jurisprudencial sobre el particular, es posible aplicar un test leve de igualdad, teniendo en cuenta que, para asuntos y cuestiones de ámbito económico, según el máximo tribunal de lo constitucional, es este el indicado para su correspondiente análisis[37].

[37] Compréndase entonces que el test de igualdad, sus fases e intensidades han sido descritas por el máximo tribunal constitucional colombiano de la siguiente manera: «El juicio integrado de igualdad tiene tres etapas de análisis: (i) establecer el criterio de comparación: patrón de igualdad o *tertium comparationis*, valga decir, precisar si los supuestos de hecho son susceptibles de compararse y si se compara sujetos de la misma naturaleza; (ii) definir si en el plano fáctico y en el plano jurídico existe un trato desigual entre iguales o igual entre desiguales; y (iii) averiguar si la diferencia de trato está constitucionalmente justificada, es decir, si las situaciones objeto de la comparación ameritan un trato diferente desde la Constitución. El test de igualdad, que se aplica en el juicio integrado de igualdad, en su metodología busca analizar tres objetos: (i) el fin buscado por la medida, (ii) el medio empleado y (iii) la relación entre el medio y el fin. Según su grado de intensidad, este test puede tener tres grados: estricto, intermedio y leve. Para determinar cual es el grado de intensidad adecuado a un caso sub judice, este tribunal ha fijado una regla y varios criterios, como se da cuenta enseguida. La regla es la de que al ejercer el control de constitucionalidad se debe aplicar un test leve, que es el ordinario. Este test se limita a establecer la legitimidad del fin y del medio, debiendo ser este último adecuado para lograr el primero, valga decir, a verificar si dichos fin y medio no están constitucionalmente prohibidos y si el segundo es idóneo o adecuado para conseguir el primero. Esta regla se formula a partir de dos importantes consideraciones: el principio democrático, en el que se funda el ejercicio de las competencias del legislador, y la "presunción de constitucionalidad que existe sobre las decisiones legislativas". El test leve busca evitar decisiones arbitrarias y caprichosas del legislador, es decir, decisiones que no tengan un mínimo de racionalidad. El test leve ha sido aplicado por este tribunal en casos en que se estudian materias económicas, tributarias o de política internacional, o en aquellos en que está de por medio una competencia específica definida por la Constitución en cabeza de un órgano constitucional, o en los cuales se trata de analizar una normatividad anterior a la vigencia de la Carta de 1991 derogada pero que surte efectos en el presente, o cuando, a partir del contexto normativo del precepto demandado, no se aprecie prima facie una amenaza para el derecho en cuestión. Para aplicar un test estricto, que es la primera y más significativa excepción a la regla, este tribunal ha considerado que es menester que esté de por medio una clasificación sospechosa, como las previstas de manera no taxativa a modo de prohibiciones de discriminación en el artículo 13 de la Constitución; o que la medida recaiga en personas que estén en condiciones de debilidad manifiesta, o que pertenezcan a grupos marginados o discriminados o a sectores sin acceso efectivo a la toma de decisiones o a minorías insulares y discretas; o que la diferenciación afecte de manera grave, prima facie, el goce de un derecho constitucional fundamental; o que se constituya un privilegio. El test estricto es el más exigente, pues busca establecer que si el fin es legítimo, importante e imperioso y si el medio es legítimo, adecuado y necesario, es decir, si no puede ser remplazado por otro menos lesivo. Este test incluye un cuarto objeto de análisis: si los beneficios de adoptar la medida exceden claramente las restricciones impuestas sobre otros principios y valores constitucionales. Entre los extremos del test leve y del test estricto está el test intermedio, que se aplica por este tribunal cuando se puede afectar el goce de un derecho no fundamental o cuando hay un indicio de arbitrariedad que puede afectar la libre competencia. Este test busca establecer que el fin sea legítimo e importante, sea porque promueve intereses públicos valorados por la Constitución o por la magnitud del problema que el legislador busca resolver, y que el medio sea adecuado y efectivamente conducente para alcanzar dicho fin» (*Sentencia de Constitucionalidad C-015*, 2014). (sic)

En ese orden de ideas, y agotando las etapas del test descritas en la jurisprudencia citada en el pie de página precedente, es necesario considerar, (I) en primera medida, que los sujetos a comparar, respecto de los negocios fiduciarios y bursátiles estudiados en el presente trabajo de grado, son aquellas personas que cuentan con superávits de capital, quienes buscan invertir tales excedentes dinerarios en varias actividades productivas de tal índole, en aras de obtener réditos a partir de estas. Para el efecto, y como se resaltó anteriormente, debe destacarse que con la entrada en vigor de lo normado en la Circular Externa 024 de 2016, el cambio de gran importancia que esta incorporó al ordenamiento jurídico nacional, en lo que atañe a los negocios de participaciones fiduciarias, fue mutar la calidad de aquellos interesados en estos, etiquetada por la Superintendencia Financiera en 2010, de beneficiarios a inversionistas.

Seguidamente, y partiendo de lo anterior, (II) se entiende que con la redenominación evidenciada se buscó equiparar tal caracterización con la que ostentan aquellos agentes económicos que se ven inmersos en negociaciones en el seno del mercado de valores y la fiducia de inversión. Ello conllevó a una asignación igualitaria de derechos para quienes optaron por las participaciones fiduciarias como vehículo de inversión, esto, interpretando que, con la Circular Externa ya tantas veces mencionada, se impuso una obligación de información, respecto de los proyectos productivos desarrollados, a sus promotores y a las sociedades fiduciarias que respaldan a estos últimos.

Tal deber de información puede entenderse como cumplido por tales entidades al momento de acatar lo contemplado en la circular citada en varias oportunidades. Esto, en lo tocante, en primer lugar, con la provisión de información previa al inicio del proyecto, es decir, antes de la etapa de vinculación de los inversionistas al proyecto, momento en el cual, como se detalló en el anterior apartado, deben indicarse sus pormenores, en lo que refiere a sus etapas, riesgos, métodos de financiación, participaciones fiduciarias a comercializar y su valor, información respecto de sus promotores y fiduciarios, entre otros.

A ello deben agregarse las rendiciones de cuentas que estos últimos deben proveer a los inversionistas durante la construcción del proyecto, las cuales deben incluir, además de indicaciones sobre la administración de sus recursos, información precisa respecto del estado del proyecto y la situación financiera de este y, en específico, de su promotor. Finalmente, se erige como de importancia capital la determinación de responsabilidades

de las entidades promotoras y de las sociedades fiduciarias, y en lo que atañe a estas, sus funciones a asumir frente al desarrollo del proyecto.

Con todo, se interpreta a través de lo reglado y lo aquí descrito, en comparación con el deber de asesoría al cual se hallan sometidas las entidades que operan en el mercado de valores y a través de la fiducia de inversión, que la información a proveer por parte de los promotores y sociedades fiduciarias dentro del negocio de participaciones fiduciarias resulta suficiente para conjurar asimetrías de información como la antes evocada, y resolver, en consecuencia, los fenómenos de selección adversa y riesgo moral que tanto aquejaron a los inversionistas previo a la expedición de la Circular Externa 024 de 2016.

Para el efecto, se discurre, en lo atinente a operaciones bursátiles desarrolladas dentro del ámbito del mercado de valores, así como las realizadas en el marco de aquellos negocios fiduciarios de inversión, que estas, al ser intermediadas por parte de las sociedades comisionistas de bolsa, así como también por las sociedades administradoras de fondos de inversión, respectivamente, se encuentran respaldadas con información integra y completa respecto de sus ventajas, desventajas y riesgos.

Esto, teniendo en cuenta que, según lo evoca Zuluaga Grajales (2015, pp. 12-16), a tales actores económicos allí involucrados, en desarrollo de los contratos de corretaje, catalogados como de mandato irregular, que subsisten entre estos y los inversionistas, se les ha impuesto por ministerio de la ley la obligación de asesorar a estos últimos en lo referente a la adquisición, manejo y tradición de vehículos de inversión; ello, con el objetivo de que sus decisiones se basen a partir de los consejos proferidos, cuyo sustento son los conocimientos académicos y la experiencia profesional de los corredores adscritos a dichas sociedades.

En ese orden de ideas, se interpreta de lo consignado en la circular regulatoria de los negocios de participaciones fiduciarias que, en ausencia de tales intermediarios capacitados respecto de estos, como sí lo existen en el mercado de valores y en la fiducia de inversión, quienes deben suplir el rol y el deber de asesoría y consejo para con los inversionistas son los promotores de los proyectos productivos promocionados y las sociedades fiduciarias que los respaldan. Esto, con el objetivo de que, según se comentó anteriormente, provean información suficiente y clara a los inversionistas, de modo que

estos, según los conocimientos entregados y según su perfil de riesgo, puedan decidir libre e informadamente respecto de la realización o declinación de sus inversiones.

De esta manera, se encuentra que (III) no existe justificación alguna, de acuerdo con lo investigado, para un trato diferenciado entre aquellos inversionistas de negocios de participaciones fiduciarias y los que decidieron hacerlo a través del mercado de valores y de la fiducia de inversión, discurriendo que todos, al fin y al cabo, persiguen objetivos similares, como lo es obtener réditos a partir de sus excedentes de capital abonados a cada uno de los foros aludidos.

Ahora bien, se puede dilucidar a partir de los postulados contemplados en la Circular Externa 024 de 2016 que estos finalmente tienen como derrotero el conjurar los riesgos que amenazaban inicialmente a los inversionistas previo a la expedición de dicha norma, teniendo en cuenta que tales actividades se encontraban sometidas a una regulación estándar. Entonces, según lo evocado, puede catalogarse a los medios desplegados por el Estado, a través del ente regulador ya tantas veces mencionado, como idóneos para la consecución de tales objetivos.

Con todo, es menester resaltar que, con las disposiciones adoptadas sobre el particular, se atienden las prerrogativas referentes a la igualdad que fueran traídas a colación en el marco teórico de este trabajo. De esa manera, se vislumbra entonces que la normatividad analizada se encuentra irradiada por el principio fundamental de la igualdad consignado en la Constitución Política nacional, atendiendo a los postulados dictados por Dworkin sobre el particular, es decir, considerando los recursos que poseen cada uno de los inversionistas en negocios de participaciones fiduciarias, estos comprendidos, no bajo un punto de vista netamente económico, sino según su carácter personal.

Lo anterior debe interpretarse bajo el entendido que los recursos mencionados son aquellos inherentes a cada persona, como por ejemplo, sus conocimientos y capacidades técnicas respecto del desarrollo de actividades financieras y de inversión como las participaciones fiduciarias, los cuales debieron ser compensados por el Estado a través de la intervención que realizó sobre la economía nacional por medio de la expedición de la regulación atrás estudiada, de modo que con ello se proveyó un trato igualitario a dichos inversionistas, en comparación con otros que operan en distintos foros al aquí estudiado.

3.4 Inquietudes e interrogantes académicos respecto de la naturaleza de las participaciones fiduciarias y su futuro

De conformidad con lo que se ha venido exponiendo, en cuanto al desarrollo meteórico de los negocios de participaciones fiduciarias, que, como ya se aludió, son utilizados como vehículos de inversión para el desarrollo de proyectos productivos, esto, en búsqueda del aprovechamiento de los excedentes superavitarios de personas, tanto naturales, como jurídicas, han surgido ciertas posiciones referentes a su naturaleza, como se expondrá a renglón seguido.

Primeramente, debe resaltarse que, como ya se refirió anteriormente en el capítulo segundo del presente trabajo de grado, en el apartado dedicado a exponer las nociones de las participaciones fiduciarias, estas han sido catalogadas por la Superintendencia Financiera de Colombia (2018) como alejadas del régimen de los valores, al conceptuar que no reúnen las características contempladas en el artículo 2 de la Ley 964 de 2005 para tal fin. Sin embargo, en la academia se han establecido posiciones que contrarían lo dictado por el ente de control, con base en varios análisis que derivan en la constatación de la observancia de tales exigencias.

De esta manera, es posible evidenciar que Flórez Villegas (2014), además de hacer un recuento somero respecto de los pronunciamientos realizados por el órgano supervisor, en los cuales se retrató el inicial desinterés de este por regular tales modalidades de inversión, y su utilización para evitar costos de transacción al acceder a un financiamiento de los proyectos a través de valores como las acciones, presentó como relevantes ciertas similitudes entre estas últimas y los llamados, entonces, derechos fiduciarios inmobiliarios, entre las cuales es posible enumerar su naturaleza negociable, los métodos utilizados para su emisión, así como sus fines perseguidos.

Por su parte, Ariza (2018) concordando con lo mencionado por Flórez, menciona que los valores, al ser ofertados de manera pública, y al poseer mecanismos especiales para su registro, como el Registro Nacional de Valores y Emisores, propenden por la protección de los inversionistas, al proveerles de manera constante, actualizada y pormenorizada, información notable sobre los vehículos de inversión escogidos por estos, en procura de

que se evalúen los riesgos inherentes a sus operaciones, y directamente, se erija un régimen de protección idóneo frente a estos.

Así, dicho doctrinante destacó, en su momento, que las participaciones fiduciarias, al no verse reguladas por dicho régimen, aumentaban los riesgos inherentes a su operación, al no ceñirse a las exigencias de este último, y por ende, al carecer de la obligación de rendir información necesaria para su comprensión y la de sus riesgos, como lo es, en casos como el del BD Bacatá, mencionado atrás, las fechas probables de terminación del proyecto, la viabilidad de consecución de rendimientos, su fecha probable de entrega, las causas de posibles retrasos en la ejecución del proyecto, así como la situación financiera de este y de su promotor, entre otras.

Por otra parte, López (2018) esgrime que los derechos surgidos de un contrato fiduciario, mediante los cuales se pretende financiar un proyecto destinado, más allá de la compraventa de inmuebles, a generar rendimientos a través de su utilización, poseen elementos ciertamente concomitantes con los establecidos en los valores, como lo son su emisión, circulación y riesgos relacionados con la captación de dineros.

Bajo dichos parámetros, los tres tratadistas citados concurren en acotar que las participaciones fiduciarias cuentan, de manera contraria a lo referido por la Superintendencia Financiera de Colombia, con las prerrogativas contempladas en el artículo 2 de la Ley 964 de 2005 ya tantas veces citada, y las cumplen a cabalidad, tanto así, para que puedan ser efectivamente catalogadas como valores.

Frente al particular, Ariza (2018) plantea que tales mecanismos de inversión incorporan en sí mismos derechos, referentes a posibles rendimientos o pérdidas, derivados de la operación del negocio del cual surgen. Sin embargo, Flórez Villegas (2014) ahonda más en este aspecto, al explicar que las participaciones fiduciarias representan, más allá de derechos meramente económicos, también unos de carácter político, que les otorgan a sus titulares posibilidades de participación en asambleas donde concurren sus propietarios, ello en torno a la toma de decisiones frente al proyecto emprendido, al mejor estilo de cómo se realizaría en el caso de las acciones.

A la par, y como ya se ha venido exponiendo, las participaciones fiduciarias surgen a través de una emisión que, como demuestra López (2018, p. 185), se circunscribe de lo propio de los títulos valores, en lo que atañe a la creación de una acreencia y la asunción de una obligación de forma individual, al surgimiento a la vida jurídica de múltiples derechos en poder de un número plural de adquirentes.

Con base en lo anterior, ello conlleva a una captación de recursos por parte del público que, como referencia Ariza (2018), se realiza a partir de la promoción abierta y pública de un proyecto determinado, cuyo oferta, como indica Flórez Villegas (2014), carece de la necesidad de permisos para ello, como sí sucede en una oferta pública de valores.

Y finalmente, y no menos importante, las participaciones fiduciarias cuentan con una vocación inequívoca de circulación, al poseer, sin dudas, una naturaleza negociable. Esto, como lo referencia López (2018, pp. 185-186), a partir de las posibilidades de su endoso o cesión de manera libre. Al respecto, Ariza (2018) asegura que, aunque las participaciones fiduciarias en algunos casos no poseen la capacidad de otorgar una liquidez significativa, ello no puede ser considerado como óbice para que se incorporen en el mercado a través de sistemas de negociación propios del mismo, así como que su cesión o endoso resultan poco relevantes para el efecto, mientras que por medio de tales medios se pueda realizar su libre circulación.

Con todo, los autores referencian que, para la inclusión de las participaciones fiduciarias en los valores, debe acudirse al verdadero propósito y espíritu de la Ley 964 de 2005, que refiere que más allá de la aquiescencia de los requerimientos formales en un instrumento, para su consideración como valor, deben estudiarse y analizarse estas bajo un sentido económico y financiero de manera prioritaria. Lo anterior, en procura de la protección a los inversionistas que acuden a estas, bajo prerrogativas como la información y su correspondiente transparencia, dirigidas al estudio de los riesgos a asumir, inherentes a la clase de negocios que se apalancan a través de su creación.

No obstante de lo anterior, quien reseña estas tendencias considera que, como se evidenció en el apartado anterior, destinado a la descripción detallada de los mecanismos establecidos en la Circular Externa 024 de 2016, la cual modificó la Circular Básica Jurídica, estos resultan del todo acertados en lo que a la protección de los inversionistas

se refiere, toda vez que con ellos se obligó, tanto a las sociedades fiduciarias, como a los promotores, desarrolladores y constructores de proyectos inmobiliarios, a proveer información idónea a los inversionistas, de variadas formas, enumerándolas desde la creación del vehículo de inversión hasta el desarrollo del proyecto, para indicarles a estos últimos los riesgos relacionados con esta clase de negocios, en aras de que, a través de ello, estos puedan evaluar de manera concienzuda la viabilidad de las inversiones realizadas.

Finalmente, en adición a lo anterior, y teniendo en cuenta el desarrollo tecnológico rampante que se ha gestado a lo largo de los últimos años, es posible evidenciar ciertos vehículos digitales y tecnológicos a través de los cuales podrían emitirse y hacer circular participaciones fiduciarias, ello en procura de la eficiencia del negocio y de la gestión de riesgos inherentes a este.

Para el efecto, téngase en cuenta que, a partir de la crisis financiera acaecida en 2008, fue planteada como alternativa, por parte de un sector de la población mundial, para evitar los impactos de tales sucesos adversos al sistema financiero mundial, la adopción del Bitcoin como mecanismo de pago, reserva de valor, unidad de cuenta, entre otros, esto a partir de su *white paper*, escrito por Satoshi Nakamoto (2009). Debe anotarse entonces que dicha solución digital a los inconvenientes reseñados se basa en el sistema denominado como Blockchain, el cual es descrito por Swan (2015, p. 1) como un

> libro mayor descentralizado y transparente con los registros de transacciones — una base de datos que es compartida por todos los nodos de la red, actualizada por los mineros, monitoreada por todos, y de propiedad y controlada por nadie. Es como una hoja de cálculo interactiva gigante a la que todos tienen acceso y actualizaciones, y confirma que las transacciones digitales que transfieren fondos son únicas[38].

No obstante de la utilidad planteada por Nakamoto, y evidenciando las propiedades del registro descentralizado reseñado, su evolución a través del desarrollo de gran variedad

[38] Traducción evocada a partir de lo investigado por Corredor Higuera & Díaz Guzmán (2018).

de criptoactivos a lo largo de los años ha conllevado a que este sea utilizado en diferentes ámbitos de lo económico[39], v.gr., en los sistemas financieros y bursátiles a nivel mundial, debido a sus características, distinguidas por su nivel de descentralización y una consecuente necesidad de consenso respecto de las transacciones que allí se almacenan, lo cual procura estabilidad e inmutabilidad de los datos allí consignados, entre otras particularidades, soportadas en la criptografía ejercida por quienes allí intervienen (Corredor Higuera & Díaz Guzmán, 2018).

Partiendo de tales hechos, se ha evidenciado una utilización creciente de *Blockchain* en los entornos financieros y bursátiles, la cual proporciona a los mercados cierta eficiencia y celeridad en sus operaciones, disminuyendo de esa manera algunos costos de transacción, generando mayores expectativas de rentabilidad y circulación (BBVA & Gil Hernández, 2021).

De esa manera, quien escribe estima que el rápido desarrollo de la tecnología *Blockchain* puede potenciar los negocios de participaciones fiduciarias en cuanto a la eficiencia de su emisión y administración por parte de las sociedades fiduciarias, reduciendo los trámites tradicionales para su gestión, aumentando, en consecuencia, sus posibilidades de circulación que, como se detalló en líneas anteriores, actualmente requiere de varios trámites enmarcados en los relacionados con cesiones de derechos, los cuales implican implícitamente altos costos de transacción.

A ello habrá de añadirse que la ejecución de los contratos de vinculación, así como de desarrollo de los proyectos productivos financiados a través de este mecanismo de inversión podrían procurar cierta eficiencia para su realización, produciendo, en efecto, altos índices de confianza a los inversionistas, esto en aplicación de los postulados que

[39] En este aspecto se realiza una especial mención a los contratos inteligentes, cuyo desarrollo se gestó en la red Etherium, potenciada por los postulados planteados sobre el particular por Nick Szabo. Estos consisten en la conformación de un código digital contenido en la cadena de bloques en el cual se estipulan las condiciones de un contrato y sus obligaciones, entre otros, las cuales son avaladas por las partes involucradas a través de sus firmas. Sin embargo, aunque ello podría asemejarse al concepto clásico de contrato, la innovación en este mecanismo consiste en la auto ejecución del acuerdo una vez las condiciones pactadas se cumplen, lo cual le imprime características de autonomía, autosuficiencia y descentralización, en palabras de Swan (2015, p. 16).

sustentan las figuras de contratos inteligentes o *Smart Contracts*. Téngase entonces en cuenta, adicionalmente que, la utilización de *Blockchain* para esta clase de negocios produciría de inmediato el surgimiento de registros de dichos instrumentos de inversión, a la usanza del Registro Nacional de Valores y Emisores, cuya incidencia, como ya se mencionó, podría generar mayor confianza en los interesados en tales negocios.

Sin embargo de lo anterior, es necesario considerar que la Superintendencia Financiera de Colombia, a través de su Concepto 2021180050-002 (2021), estableció que algunos instrumentos financieros denominados como *equity tokens*, surgidos a partir de la conformación de contratos inteligentes en redes *Blockchain*, y destinados a captar recursos para la financiación de proyectos productivos, como las participaciones fiduciarias, no pueden ser considerados como valores, aun cuando reúnan las características establecidas para tal fin en la ya mencionada Ley 964 de 2005, ello debido a que el Gobierno nacional no los ha reconocido como tal.

Empero, pese a tales pronunciamientos, es ineludible la evolución tecnológica que ocurre actualmente, por lo cual, sin dudas, y para efectos de la investigación aquí emprendida respecto de las participaciones fiduciarias, la utilización de las tecnologías descritas podría desarrollarse en tiempos venideros, comprobándose o no, las hipótesis aquí planteadas sobre el particular.

4. Conclusiones

Con base en lo anteriormente esbozado, donde se pudo denotar la evolución del régimen de protección referido a los negocios de participaciones fiduciarias, es posible concluir que, previo a la promulgación de la Circular Externa 024 de 2016, dichos negocios, los cuales se erigieron para su momento como innominados, contaban con una protección de carácter estándar, basados en las prerrogativas establecidas para los negocios fiduciarios en general.

Empero, debido a los inconvenientes acaecidos en desarrollo de los negocios fundamentados en los inicialmente denominados como derechos fiduciarios inmobiliarios, conocidos a través de pronunciamientos noticiosos divulgados en varios medios de comunicación masiva, la Superintendencia Financiera de Colombia debió entrar a regularlos, profiriendo la Circular atrás citada, cuyos presupuestos modificaron de manera sustancial lo contenido en la Circular Básica Jurídica de esa entidad.

De esa manera, la Circular Externa 024 de 2016 tipificó a los negocios de participaciones fiduciarias como vehículos de inversión basados en el contrato de fiducia mercantil, estableciendo que aquellos beneficiarios que acudían a tales mecanismos jurídicos y económicos, que fueron denominados previamente por el ente supervisor de tal forma, se conocerían a partir de ello como inversionistas, término que, más allá de las formalidades del caso, les procuraría una mayor protección, en cuanto a la asunción de riesgos.

Frente al particular, se pretendió con la emisión del acto administrativo en mención erigir al deber de información como fundamental para el desarrollo de esta clase de negocios, ya que, a pesar de que este se estableció como un principio generalizado dentro de los negocios fiduciarios mercantiles en general, su aplicación frente a las participaciones fiduciarias no suplía las necesidades de los inversionistas respecto de su protección, por

lo cual, debió especializarse a raíz de las circunstancias acaecidas frente a ese asunto en específico para brindarles una protección idónea.

Así, se estipularon como esenciales la emisión de información relacionada con la oferta de las participaciones fiduciarias, estableciendo como práctica insegura la promesa de rendimientos financieros a partir de las mismas. A la par, se erigió como imprescindible la emisión de información sobre el desarrollador, promotor o constructor del proyecto inmobiliario, las formas de financiamiento de este último, el valor de cada participación, entre otros. De la misma forma, se previó un deber de rendición de cuentas por parte de las sociedades fiduciarias, cuyo eje central es la información acerca del estado de desarrollo del proyecto, las afectaciones sobre este, las garantías respecto de estas, entre otras.

Con todo, se denota que la promulgación de la Circular Externa 024 de 2016 resultó idónea para proteger a los inversionistas propietarios de participaciones fiduciarias, al proveerles información relevante y esencial sobre las mismas, en procura de mitigar los riesgos asociados con las operaciones sobre las cuales se respaldan. Debe resaltarse entonces que, una vez dichos postulados fueron incorporados al ordenamiento jurídico nacional, estos procuraron la garantía del principio de igualdad entre sujetos con características similares, es decir, entre inversionistas, independiente del vehículo de inversión escogido, véase, mercado de valores, fiducia de inversión o participaciones fiduciarias, conjurando el soslayo de sus derechos a través de las asimetrías de información que aquejaban a esta última clase de negocios. Entiéndase entonces que fue vital la intervención estatal en dichos asuntos, en torno a la protección de los derechos de los inversionistas.

Igualmente, es de resaltar las posiciones doctrinales que argumentan que las participaciones fiduciarias guardan similitudes muy estrechas con los valores, tanto así que consideran que estas deberían estar contenidas en tal categoría, al tener un carácter indudablemente negociable, al poseer una vocación destinada a la captación de recursos del público para financiar proyectos productivos y al ser emitidos de manera masiva o individual para ello, esto al mejor estilo de las ofertas públicas realizadas en la emisión de valores.

Finalmente, debe destacarse que gracias a los avances tecnológicos de los últimos años, es posible reducir los costos de transacción e imprimir eficiencia y seguridad a vehículos de inversión como las participaciones fiduciarias aquí estudiadas, ello mediante el uso de la tecnología de cadenas de bloques o *Blockchain*, lo cual proveería, hipotéticamente, confianza y eficiencia a su emisión y circulación, aun cuando en el país, aunque tales instrumentos reúnan los requisitos de ley para ser considerados como valores, los mismos no se hayan catalogado como tal, a falta de su aprobación por parte del gobierno nacional.

Bibliografía

Agencia de Periodismo Investigativo. (2021, abril 13). El desplome financiero de seis mil inversionistas por el edificio más alto de Colombia. *Agenciapi.co*. https://www.agenciapi.co/investigacion/empresas/el-desplome-financiero-de-seis-mil-inversionistas-por-el-edificio-mas-alto-de-colombia

Aguirre Soriano, D. A. (2013a). Negocio fiduciario de inversión: Único vehículo fiduciario que prevé protección para el fideicomitente y el fideicomisario, como inversionistas del mercado de valores. *Revista de Derecho Privado*, *24*, 209-233.

Aguirre Soriano, D. A. (2013b). Fideicomiso de inversión y de garantía, vehículos fiduciarios sui generis, en protección especial para el inversionista, el deudor y el acreedor. *Revista de Derecho Privado*, *49*, 1-25. https://doi.org/10.15425/redepriv.49.2013.08

Aguirre Soriano, D. A. (2013c). Aspectos jurídicos sobre el rol de la fiducia en el mercado de capitales. *Panorama*, *7*(12), 143. https://doi.org/10.15765/pnrm.v7i12.373

Akerlof, G. A. (1970). The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, *84*(3), 488-500. https://doi.org/10.2307/1879431

Alfonso Vargas, L. A. (2010). La intervención estatal en la economía: Elementos de análisis para el caso colombiano. *IUSTITIA*, *0*(8), 381. https://doi.org/10.15332/iust.v0i8.920

Anchondo Paredes, V. E. (2012). Métodos de interpretación jurídica. *Quid iuris*, *16*, 33-58.

Arce Caicedo, E. (2020). Responsabilidad del fiduciario en los contratos de comercialización de participaciones fiduciarias. *Vniversitas*, *69*, 29. https://doi.org/10.11144/Javeriana.vj69.rfcc

Arias García, F. (2008). *Bienes civiles y mercantiles*. Ibañez.

Ariza Marín, E. L. (2018, mayo 2). *¿LOS DERECHOS FIDUCIARIOS DENOMINADOS FIDIS BD BACATÁ SON VALORES? - En el coloquio jurídico | Blogs Portafolio*. https://blogs.portafolio.co/el-coloquio-juridico/los-derechos-fiduciarios-denominados-fidis-bd-bacata-valores/, https://blogs.portafolio.co/el-coloquio-juridico/los-derechos-fiduciarios-denominados-fidis-bd-bacata-valores/

Asociación de Fiduciarias de Colombia. (2011). *Cartilla Fiduciaria Definitiva*. https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2017/12/CARTILLA-FIDUCIARIA-DEFINITIVA-7-julio-2011.pdf

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. (2012). *ABC del Inversionista*. https://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20120522175501.pdf

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, Tribunal Disciplinario. 02-2016-396 contra Global Securities S.A. Comisionista de Bolsa, (28 de agosto de 2017). https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2018/09/Global-Securities-S.A-01-2016-396.pdf

Baena Cárdenas, L. G. (2013). *Lecciones de derecho mercantil* (Segunda edición). Universidad Externado de Colombia.

Baena Cárdenas, L. G. (2017). *Fiducia inmobiliaria: Tensión entre la autonomía privada, el derecho a la vivienda digna y el derecho del consumo* (Primera edición). Universidad Externado de Colombia.

BBVA, & Gil Hernández, R. (2021, octubre 5). 'Blockchain' y su aplicación en los mercados de capitales. *BBVA NOTICIAS*. https://www.bbva.com/es/opinion/blockchain-y-su-aplicacion-en-los-mercados-de-capitales/

BDBacata. (s. f.). *Que es un FIDI - Conozca los derechos fiduciarios del Proyecto BD Bacatá*. Recuperado 20 de julio de 2021, de https://www.youtube.com/watch?v=pDIhDMpB_AQ

BDBacata. (2011, noviembre 21). *Se presenta el proyecto BD Bacata en VI Gran Salón Inmobiliario en Corferias*. https://www.youtube.com/watch?v=7m7rITZ_Uwg

BDBacata. (2012a, julio 17). *10 Razones para invertir en FiDis del BD Bacata*. https://www.youtube.com/watch?v=rUFkgl3AhOk

BDBacata. (2012b, octubre 5). *3ra Feria de Inversión Inmobiliaria FiDi en Barranquilla del 23 al 26 de Agosto de 2012*. https://www.youtube.com/watch?v=DgRzcVpvkrQ

Bermúdez Rodríguez, J. (2018). *Estado del arte sobre el modelo de inversión inmobiliaria Real Estate Investment Trusts (REIT)* [EAFIT]. https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/12979/Jessenia_BermudezRodriguez_2018.pdf?sequence=2&isAllowed=y

Bernasconi Ramírez, A. (2007). EL CARÁCTER CIENTÍFICO DE LA DOGMÁTICA JURÍDICA. *Revista de Derecho (Valdivia)*, *20*(1). https://doi.org/10.4067/S0718-09502007000100001

Callejas Parra, V. M. (2018). *El mercado de capitales, una alternativa de inversión rentable para la diversificación del portafolio de personas naturales*. 15.

Camps, V. (1997). La igualdad de oportunidades en la filosofía actual. *Intervención psicosocial*, *6*(3). http://www.copmadrid.org/webcopm/publicaciones/social/1997/vol3/arti2.htm

Canale, D. (2012). Teorías de la interpretación jurídica y teorías del significado. *Revista Discusiones*, *11*, 135-165.

Cañas Lastarria, R. (1978). Esquema tipo de un método de investigación dogmática en derecho positivo. *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaiso*, 8.

Cárdenas, A. (2019). *Eficacia del mercado de capitales colombiano en la determinación del valor de las empresas que cotizan en bolsa* [Universidad Nacional de Colombia]. https://repositorio.unal.edu.co/handle/unal/78126

Cárdenas Chacón, F. (2014). Las actividades de administración, gestión, distribución y custodia en los fondos de inversión colectiva a la luz de los decretos 1242 y 1243 de 2013. *Revista de Derecho Privado*, *51*, 1-32. https://doi.org/10.15425/redepriv.51.2014.13

Cavaller, V. (2017). Información asimétrica. *COMeIN*, *64*. https://doi.org/10.7238/c.n64.1721

Corredor Higuera, J. A., & Díaz Guzmán, D. (2018). Blockchain y mercados financieros: Aspectos generales del impacto regulatorio de la aplicación de la tecnología blockchain en los mercados de crédito de América Latina. *Derecho PUCP*, *81*, 405-439. https://doi.org/10.18800/derechopucp.201802.013

Corte Constitucional de Colombia. Sentencia de Constitucionalidad C-022, D-1008 (23 de enero de 1996). https://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/1996/C-022-96.htm

Corte Constitucional de Colombia. Sentencia de Constitucionalidad C-673, D-3303 (28 de junio de 2001). https://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/2001/c-673-01.htm

Corte Constitucional de Colombia. Sentencia de Constitucionalidad C-228, (24 de marzo de 2010). https://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/2010/c-228-10.htm

Corte Constitucional de Colombia. Sentencia de Constitucionalidad C-368, D-8823 (16 de mayo de 2012). https://www.corteconstitucional.gov.co/RELATORIA/2012/C-368-12.htm

Corte Constitucional de Colombia. Sentencia de Constitucionalidad C-015, D-9737 (23 de enero de 2014). https://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/2014/C-015-14.htm

Corte Constitucional de Colombia. Sentencia de Tutela T-323, T-4.741.255 (25 de mayo de 2015). https://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/2015/t-323-15.htm

Cujia Guerra, E., Monroy Toro, S. L., & Palacio Sprockel, L. E. (2018, mayo 23). El papel del Estado colombiano en la economia con miras a la globalización. *Boletín Redipe*, *7*(6), 104-112.

Devis Cantillo, J., Gómez Quiñones, M. del P., & López Pontón, E. (2019). Obligación de información y asimetrías de información en el mercado bancario colombiano.

Revista de Economía Institucional, *21*(41), 161-186. https://doi.org/10.18601/01245996.v21n41.07

Diario La República. (2012, febrero 24). *Democratizar la inversión será el eje de la feria inmobiliaria FiDi*. Diario La República. https://www.larepublica.co/empresas/democratizar-la-inversion-sera-el-eje-de-la-feria-inmobiliaria-fidi-2002532

Dworkin, R. (1990). *Foundations of Liberal Equality*. University of Utah Press.

Fariña, J. M. (1993). *Contratos comerciales modernos: Modalidades de contratación empresaria: distribución, agencia, concesión*. Editorial Astrea de Alfredo y Ricardo Depalma.

Flórez Villegas, A. (2014, octubre 1). Derechos fiduciarios inmobiliarios y emisiones de valores. *Ámbito Jurídico*. https://www.ambitojuridico.com/noticias/educacion-y-cultura/derechos-fiduciarios-inmobiliarios-y-emisiones-de-valores

Gaitán Cuesta, D. P. (2004). *Contrato de fiducia mercantil* [Pontificia Universidad Javeriana]. https://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/dere3/tesis01.pdf

García Javaloyes, H. (2016). *La selección adversa y los mecanismos para corregirla* [Universidad Miguel Hernández]. http://dspace.umh.es/bitstream/11000/3747/1/GARC%C3%8DA%20JAVALOYES%20HILARIO.pdf

Gilles, P. (1992). Incertitude, risque et asymétrie d'information sur les marchés financiers. *Revue française d'économie*, *7*(2), 53-115. https://doi.org/10.3406/rfeco.1992.1308

Giraldo Bustamante, C. J. (2005). La fiducia en Colombia según la justicia arbitral. *Revista de Derecho Privado*, *35*, 81-114.

González León, C. A. (2019). *Fiducia y patrimonios autónomos en Colombia: Un análisis desde la dogmática jurídica* (10.ª ed.). Universidad Libre. https://doi.org/10.18041/978-958-5578-11-1

Guastini, R. (2012). El escepticismo ante las reglas replanteado. *Revista Discusiones*, *11*, 27-57.

Hart, H. L. A. (2007). *El concepto de derecho*. Abeledo-Perrot.

Herrera Osorio, F. A., & Benjumea Betancur, J. Y. (2017). *Estudio sobre el mercado de valores*. Universidad El Bosque.

Lifante Vidal, I. (2012). Distinciones y paralogismos. A propósito del escepticismo guastiniano. *Revista Discusiones*, *11*, 177-201.

López Roca, L. F., Baquero Herrera, M., & Corredor Higuera, J. A. (Eds.). (2018). *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores* (Primera edición). Universidad Externado de Colombia.

Martínez, A. (2018). Intervencionismo estatal en América Latina: Los casos de Colombia, Perú y Venezuela. *Revista Estudios de Políticas Públicas*, *8*(noviembre), 145. https://doi.org/10.5354/0719-6296.2018.51727

Mateus Bohórquez, L. N. (2015). *El contrato fiduciario inmobiliario: Un estudio comparado entre el contrato de vinculación por beneficio de área y la promesa de compraventa* [Universidad Católica de Colombia]. https://repository.ucatolica.edu.co/bitstream/10983/2243/1/EL%20CONTRATO%20%20FIDUCIARIO%20INMOBILIARIO.pdf

Moreso, J. J., Prieto Sanchís, L., Ferrer Beltrán, J., & Fundación Coloquio Jurídico Europeo. (2010). *Los desacuerdos en el derecho*. Fundación Coloquio Jurídico Europeo.

Muñoz Correa, S., & Sarmiento Estrada, J. (2016). *Análisis de la protección al consumidor financiero en las transacciones electrónicas bancarias en Colombia* [Universidad Cooperativa de Colombia]. https://repository.ucc.edu.co/bitstream/20.500.12494/1861/1/AN%C3%81LISIS%20DE%20LA%20PROTECCI%C3%93N%20AL%20CONSUMIDOR%20FINANCIERO%20EN%20LAS%20TRANSACCIONES%20ELECTR%C3%93NICAS%20BANCARIAS%20EN%20COLOMBIA.pdf

Nakamoto, S. (2009). *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. 9.

Tribunal arbitral de Instituto Nacional de Vivienda de Interes Social y Reforma Urbana (INURBE) vs. Fiduciaria de Desarrollo Agropecuario S.A. (Fiduagraria S.A.), (8 de junio de 1999). http://hdl.handle.net/11520/22040

Noticias Uno Colombia. (2019, febrero 10). *Inversionistas de proyectos de BD Promotores se sienten defraudados por retrasos en las entregas*. https://www.youtube.com/watch?v=oJhr-bYpg40

Perron, X. (1976). L'obligation de conseil à travers les arrêts de la Cour d'appel de Rennes d'appel de Rennes rendus entre le 1.1.1972 et le 1.2.1975. *Études et dossiers (Institut d'études judiciaires de Rennes)*, *6*(1), 1-18. https://doi.org/10.3406/juro.1976.1007

Perrotini H., I. (2002). La economía de la información asimétrica: Microfundamentos de competencia imperfecta. *Aportes*, *VII*(019), 59-67.

Pozzolo, S., Escudero, R., Tarello, G., Montesano, L., Chiassoni, P., Guastini, R., Ascarelli, T., & Crisafulli, V. (Eds.). (2011). *Disposición vs. Norma* (1. ed). Palestra Editores.

Prieto Gómez, D. A. (2018). *Estructuración de un Fondo Inmobiliario Residencial en la Ciudad de Bogotá.* [Universidad de La Sabana]. https://intellectum.unisabana.edu.co/bitstream/handle/10818/35139/Proyecto%20de%20Grado%20-%20Fondo%20Inmobiliario%20Residencial_FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Quiñónez Avendaño, C. E. (2018). Protección jurídica al inversionista en el mercado de valores colombiano. *IUSTITIA*, *15*, 179-197. https://doi.org/10.15332/iust.v0i15.2091

Ramírez Cedillo, E. (2010). La participación del estado en la economía y la administración pública. *XV Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática*, 1-28.

Ramírez Ludeña, L. (2012). El desvelo de la pesadilla. Una respuesta a "El escepticismo ante las reglas replanteado". *Discusiones*, *11*, 87-116.

Ramírez Ludeña, L. (2014). La teoría causal de la referencia directa y el positivismo jurídico. *Diritto e questioni pubbliche*, *14*, 947-992.

Revista Dinero (Semana). (2012, febrero 1). Debate de altura. *Semana.com Últimas Noticias de Colombia y el Mundo*. https://www.semana.com/negocios/articulo/debate-altura/143769/

Rodríguez Azuero, S. (2017). *Negocios fiduciarios: Su significación en América Latina*.

Sentencia de Corte Suprema de Justicia—Nº 7600131030062000-00145-01 de 12 de Enero de 2007, N.º 7600131030062000-00145-01 (Sala de Casación Civil de la Corte Suprema de Justicia 12 de enero de 2007). https://app.vlex.com/#vid/43767637

Sánchez Franco, A. C. (2015). *Información asimétrica en el mercado de capitales: Colombia* [Pontificia Universidad Javeriana]. https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/18492/SanchezFrancoAndreaCatalina2015.pdf?sequence=3

Sánchez-Daza, A. (2001). Información asimétrica y mercados financieros emergentes: El análisis de Mishkin. *Análisis Económico*, *XVII*(34), 35-66.

Stiglitz, J. E. (2006). *What Is the Role of the State?* 30.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2006). *Concepto 2006023810-001 del 26 de julio de 2006.*

Superintendencia Financiera de Colombia. (2010). *Concepto 2010023725-002*. https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile12746&downloadname=2010023725.doc

Superintendencia Financiera de Colombia. (2018). *Concepto 2018115106-001 del 2 de octubre de 2018*. https://www.superfinanciera.gov.co/descargas/institucional/pubFile1034419/2018115106.docx

Superintendencia Financiera de Colombia. Parte 2 Mercado Intermediado Título II Instrucciones generales relativas a las operaciones de las sociedades de servicios financieros Capítulo I Disposiciones especiales aplicables a los negocios fiduciarios, n.º Circular Externa 034 de 2018 (2018). https://www.superfinanciera.gov.co/descargas/institucional/pubFile1034892/ance034_18.zip

Superintendencia Financiera de Colombia. (2021). *Concepto 2021180050-002 del 20 de septiembre de 2021*.

https://www.superfinanciera.gov.co/descargas/institucional/pubFile1056705/2021180050.docx

Swan, M. (2015). *Blockchain: Blueprint for a new economy* (First edition). O'Reilly.

Tantaleán Odar, R. M. (2016). Tipología de las investigaciones jurídicas. *Derecho y cambio social*, 37.

Urbano-Guzmán, M. C. (2014). El concepto de igualdad en algunas teorías contemporáneas de la justicia. *Criterio Libre Jurídico*, *11*(1), 17.

Uribe Gil, J. M., Mosquera López, S., & Restrepo López, N. (2013). Mercado de acciones colombiano. Determinantes macroeconómicos y papel de las AFP. *Revista Sociedad y Economía*, *24*, 207-230.

Varón Palomino, J. C. (2018). Los deberes secundarios de información contractual y la buena fe como mecanismos de protección al consumidor de productos y servicios financieros y del mercado de valores en Colombia. En *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores* (Primera edición, pp. 491-536). Universidad Externado de Colombia.

Varón Palomino, J. C., & Abella Abondano, G. D. (2013). *Derechos fiduciarios y mercado de valores: Reflexiones frente a la normativa colombiana* (Primera edición). Asociación de Fiduciarias de Colombia : Universidad de los Andes, Facultad de Derecho.

Varón Palomino, J. C., Abella Abondano, G. D., Fagua Guauque, N. R., & Rincón Ospina, F. A. (2017). *Régimen del mercado de valores. Tomo I*. https://elibro.net/ereader/elibrodemo/68833

Varón Palomino, J. C., & Fradique-Méndez López, C. (2017). *Régimen del mercado de valores Tomo II Emisión y Oferta de Valores*. Ediciones Uniandes.

Villavicencio Miranda, L. (2018). Justicia social y el principio de igualdad. *HYBRIS. Revista de Filosofía*, *9*, 43-74. https://doi.org/10.5281/ZENODO.1320372

W Radio Colombia. (2020, agosto 27). *Venerando Lamelas responde a denuncias de inversionistas de BD Cartagena | La W Radio | Audio | W Radio Colombia*. Venerando Lamelas responde a denuncias de inversionistas de BD Cartagena | La W Radio | Audio | W Radio Colombia. https://play.wradio.com.co/audio/4065771/

Zuluaga Grajales, A. (2015). *El deber de asesoría asignado a los comisionistas de bolsa en ejecución del contrato de comisión en Colombia* [Universidad de Los Andes]. http://hdl.handle.net/1992/13037