

**AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA - AMV -**  
**TRIBUNAL DISCIPLINARIO**  
**SALA DE REVISIÓN**  
**RESOLUCIÓN No. 03**

**Bogotá D.C., 14 de marzo de 2012**

**NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: 01-2009-131**  
**INVESTIGADO: JOSÉ AUGUSTO PRIETO GUZMÁN**  
**RESOLUCIÓN: SEGUNDA INSTANCIA**

Decide la Sala los recursos de apelación interpuestos por el señor **JOSÉ AUGUSTO PRIETO GUZMÁN** y por **AMV** contra la Resolución No. 8 del 1º de noviembre de 2011, por la cual la Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario de AMV impuso a aquél una sanción de suspensión por el término de un año y de multa de cincuenta (50) salarios mínimos legales mensuales vigentes, por el incumplimiento de lo previsto en el artículo 40 del Reglamento de AMV, vigente para la época de ocurrencia de los hechos investigados.

### **1. ANTECEDENTES GENERALES DE LA ACTUACIÓN**

El 5 de enero de 2010 AMV inició el proceso disciplinario No. 01-2009-131 contra José Augusto Prieto Guzmán, funcionario vinculado para la época de ocurrencia de los hechos investigados a la Sociedad Fiduciaria La Previsora S.A.<sup>1</sup>, en adelante Fiduprevisora, para lo cual le envió una solicitud formal de explicaciones bajo la consideración preliminar de que el investigado habría vulnerado los preceptos contenidos en los artículos 36, literal a)<sup>2</sup>, 53<sup>3</sup> y 40<sup>4</sup> del Reglamento del Autorregulador, vigentes para entonces.

El señor Prieto presentó respuesta a la solicitud formal de explicaciones mediante escrito del 4 de febrero de 2010, que obra en el expediente<sup>5</sup>.

AMV formuló el respectivo pliego de cargos el 4 de febrero de 2011<sup>6</sup>. El investigado le dio respuesta mediante escrito del 2 de marzo del mismo

---

<sup>1</sup> Según certificación de Fiduprevisora el señor Prieto se desempeñó desde el 2 de abril de 2007 hasta el 19 de noviembre de ese mismo año como Jefe de la Oficina de Fondo de Inversión, y desde el 20 de noviembre de 2007, hasta junio de 2009, tuvo el cargo de Jefe de Portafolios Pensionales. Folio 001 de la carpeta de pruebas.

<sup>2</sup> **Artículo 36, literal a) del Reglamento de AMV, vigente para la época de los hechos:** "En el desarrollo de la actividad de intermediación de valores, los sujetos de autorregulación deberán observar en todo momento los siguientes deberes, sin perjuicio de los demás establecidos en este Reglamento y en la normatividad aplicable:

**a)** La conducción de los negocios con lealtad, claridad, precisión, probidad comercial, seriedad y cumplimiento, en el mejor interés de la integridad del mercado y de las personas que participan en él (...).

<sup>3</sup> **Artículo 53 del Reglamento de AMV, vigente para la época de los hechos:** "En su actividad de intermediación las personas naturales vinculadas deben obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios, según lo establezcan las normas que desarrollen dichos conceptos".

<sup>4</sup> **Artículo 40 del Reglamento de AMV, vigente para la época de los hechos:** "Los sujetos de autorregulación deben procurar las mejores condiciones de ejecución y precio para sus clientes, incluyendo las operaciones en las cuáles (sic) la contraparte de la compraventa es el mismo miembro".

<sup>5</sup> Folios 33 a 73 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>6</sup> Folios 140 a 202 de la carpeta de actuaciones finales

año<sup>7</sup>.

El 1° de noviembre de 2011, la Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario puso fin a la primera instancia en el proceso. El día 30 de ese mismo mes y año, tanto el investigado como AMV interpusieron sendos recursos de apelación contra dicha decisión<sup>8</sup>, de los cuales se surtieron los respectivos traslados<sup>9</sup>.

## 2. SÍNTESIS DEL PLIEGO DE CARGOS FORMULADO

AMV imputó cargos al investigado porque encontró que entre el 8 de junio de 2007 y el 12 de agosto de 2008 celebró 39 operaciones de compra para los fideicomisos administrados por dicha sociedad fiduciaria, varios de ellos de naturaleza pública, de cuyas características dedujo, en sus términos, un beneficio indebido a favor de un tercero: la sociedad BBB Ltda., en detrimento de los intereses de los referidos portafolios.

Las operaciones reprochadas, en los términos de AMV, tenían las siguientes características:

- A. 33 operaciones (el 84,62%) se celebraron por debajo de la tasa mínima de negociación del día.
- B. 30 operaciones (el 76,92%) generaron pérdida por valoración el día de la compra.
- C. En 29 operaciones (el 74,36%) se identificó que la tasa de compra se ubicó por debajo de la tasa de valoración del día anterior.

AMV obtuvo el log de auditoría de 35 de las 39 operaciones realizadas por el inculpado y encontró estas otras características:

- D. En el 100% de los casos (de las 35 operaciones con log de auditoría) se ingresó primero la oferta de venta y luego la oferta de compra a la tasa ofrecida por el vendedor.
- E. En el 74,29% de los casos (26 de las operaciones con log de auditoría) se evidenció que en cada uno de los días en que se celebraron operaciones, se generaron calces a una mejor tasa, con anterioridad o posterioridad a cada una de las operaciones.
- F. Las operaciones celebradas por el señor Prieto representaron ingresos por \$397.848.599.00 para BBB.

---

<sup>7</sup> Folios 209 a 278 de la carpeta de actuaciones finales

<sup>8</sup> Folios 356 a 371 y 372 a 379, respectivamente

<sup>9</sup> Los pronunciamientos obran en los folios 381 a 389 y 390 a 401, respectivamente.

- G. En todos los casos la celebración de las operaciones tuvo una dinámica y patrones comunes, uno de los cuales, según el Instructor, fue el "adelgazamiento"<sup>10</sup> de los títulos.
- H. Se trató de operaciones de compra de títulos de baja bursatilidad.
- I. Los vendedores siempre fueron fideicomisos constituidos por BBB.

Advirtió AMV igualmente, a través de una prueba pericial emanada de una de sus dependencias, que la probabilidad de que un agente opere reiteradamente con la misma contraparte, con resultados siempre favorables para una de ellas (BBB en este caso), era muy próxima al 0%.

También señaló que el investigado formaba parte de una "unidad de negocios encargada de realizar las operaciones en el mercado de valores para la fiduciaria y los fideicomisos administrados".

Advirtió el Instructor que en la etapa de investigación no se obtuvo prueba de que el inculpado tuviera vínculos de cercanía o amistad con los socios de BBB. Sin embargo, resaltó que, en al menos cuatro de las operaciones reprochadas, los respectivos títulos le fueron ofrecidos por una persona llamada CCC, su amigo personal<sup>11</sup>, y cuya relación como "free lance" de BBB, entre febrero de 2008 y enero de 2009, está probada en el expediente<sup>12</sup> (tres de esas operaciones se calzaron cuando el señor CCC fungió en esa calidad).

AMV también identificó dos conversaciones por teléfono fijo entre el investigado y su jefe, el vicepresidente financiero de la sociedad fiduciaria. En dichas llamadas éste último informó al inculpado la existencia de unas ofertas de venta de títulos. Tras dichas llamadas se concretaron dos operaciones en las que Fiduprevisora adquirió títulos provenientes de BBB, con las características indicadas<sup>13</sup>.

AMV concluyó entonces en la etapa de instrucción que el investigado: (i) incumplió el deber de lealtad, en la medida en que celebró las mencionadas operaciones, con el aparente "propósito" de beneficiar indebidamente a un tercero; e (ii) incumplió el deber de mejor ejecución, ya que las operaciones antes mencionadas no se realizaron en las mejores condiciones de mercado para los fideicomisos por ella administrados, para los cuales se compraron los títulos.

---

<sup>10</sup> Como ni en la investigación ni en la primera instancia se aclaró suficientemente bien el concepto de "adelgazamiento" de títulos, esta Sala, para un mejor entendimiento de la decisión y atendiendo al uso que hasta el momento se ha hecho del vocablo, colige que está referido a la actividad mediante la cual un título es adquirido a una tasa A y vendido a una tasa B, donde A es mayor que B. Es decir, el título es vendido con una tasa menor a aquella a la que fue adquirido.

<sup>11</sup> Las llamadas en las que el señor CCC ofrece los títulos al investigado obran en un CD que milita en el folio 1981 de la carpeta de pruebas del expediente. Allí también están registradas dos conversaciones personales entre los mismos interlocutores, en las que se cobran dinero recíprocamente.

<sup>12</sup> Declaración rendida ante la Superintendencia Financiera, bajo la gravedad del juramento, el 27 de agosto de 2009. Obra a folios 229 a 245 de la carpeta de pruebas.

<sup>13</sup> CD obrante a folio 1981 32 de la carpeta de pruebas.

### **3. DEFENSA DEL INVESTIGADO EN LA ETAPA DE INSTRUCCIÓN DEL PROCESO**

El investigado formuló en su defensa los argumentos de fondo que se resumen a continuación:

- i) Las operaciones reprochadas fueron celebradas de conformidad con las estrategias de inversión aprobadas por Fiduprevisora y por los propios fideicomitentes en los comités fiduciarios.

Manifestó que ni las áreas de control en Fiduprevisora (Riesgos, Control Interno y Revisoría Fiscal), ni los fideicomitentes, formularon observaciones frente a las operaciones materia del presente proceso disciplinario, lo que a su juicio es garantía de su regularidad.

- ii) Las operaciones fueron celebradas a través del sistema transaccional MEC, el cual, de acuerdo con la reglamentación de la Bolsa de Valores de Colombia, no permite calzar operaciones con puntas que no sean las mejores del mercado en el momento específico del calce.
- iii) Las operaciones eran celebradas con anterioridad a la divulgación de la valoración, razón por la cual a AMV no le asistía razón al acusarlo por no tener en cuenta la valoración publicada al final del día.
- iv) Formuló también algunos reparos derivados de la presunta omisión de decretar algunas pruebas, antes de decidir sobre el mérito de la investigación, durante la etapa de instrucción.

De igual manera, manifestó su desacuerdo en relación con el estudio efectuado por AMV sobre las posibilidades de calzar operaciones con una misma contraparte y cuestionó sus bases teóricas y conceptuales.

### **4. LA RESOLUCIÓN DE PRIMERA INSTANCIA**

La Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario avocó el conocimiento de la investigación disciplinaria y, según se indicó, mediante Resolución No. 8 del 1° de noviembre de 2011, le puso fin a la actuación en primera instancia.

Encontró probada la vulneración al deber de mejor ejecución, pues, al realizar las 39 operaciones reprochadas, el investigado adquirió los títulos provenientes de BBB sin procurar mejorar la tasa a la que eran ofrecidos. En dichas operaciones, a juicio del a quo, BBB siempre obtuvo utilidades y se generó una menor rentabilidad para los fideicomisos administrados por Fiduprevisora.

No encontró acreditada la violación al deber de lealtad, toda vez que, según su criterio, no había en el expediente elementos de prueba que permitieran concluir que el investigado conocía que las operaciones reprochadas beneficiaban a BBB y, por lo tanto, no se le puede sancionar

por el incumplimiento al deber de lealtad, en los términos en que se le imputó la falta en el pliego de cargos.

## **5. LOS RECURSOS DE APELACIÓN INTERPUESTOS**

### **5.1 El recurso interpuesto por el investigado**

El investigado recurrió la decisión de primera instancia. Formuló, en síntesis, los siguientes planteamientos:

- A. Señaló que, en su sentir, AMV omitió la solicitud de la defensa en el sentido de llamar a declarar a PPP, Presidente de Fiduprevisora.
- B. Indicó que los límites fijados por las políticas de inversión, cupos de contraparte, etc. conformaban el marco de actuación al cual el investigado debía ajustar su comportamiento como trader de Fiduprevisora.
- C. Las operaciones celebradas por el investigado generaron utilidades para los portafolios administrados por la Fiduciaria. La naturaleza misma de los portafolios administrados imponía la obligación de tener siempre una visión de largo plazo en su administración.
- D. No existe un parámetro "normativo – valorativo" que permita establecer cuáles serían las puntas con tasas "más convenientes" que podrían haber sido introducidas en el MEC.
- E. Las normas legales y reglamentarias y las políticas de inversión fijadas por Fiduprevisora no contienen una prohibición de celebrar operaciones a tasas mínimas de mercado, o por debajo de las tasas mínimas de valoración y, por lo tanto, la conducta desplegada por el investigado se ajustó a la legalidad.
- F. Indicó que el estudio de AMV sobre las posibilidades de calzar operaciones con una misma contraparte resulta inaplicable porque toma como punto de partida tópicos que no son susceptibles de ser comparados con las operaciones realizadas por el investigado. A su juicio, *"el cálculo de las probabilidades que hizo [AMV] se realizó para un período de tiempo, sobre calces entre contrapartes autorizadas en los módulos de negociación. Sin embargo, AMV asume que BBB es una contraparte autorizada y que (...) existieron calces directos entre ésta y Fiduprevisora"*, sin considerar, a su juicio, que BBB no es una contraparte autorizada en los sistemas de negociación.

### **5.2 El recurso interpuesto por AMV**

El Autorregulador también interpuso en tiempo recurso de apelación

contra la Resolución de primera instancia.

En esencia, reiteró los planteamientos aducidos a lo largo de la instrucción del proceso, en particular los siguientes:

- A. El señor Prieto hizo parte de un equipo, o “unidad de negocios” al que pertenecían también un compañero de trabajo y su jefe, el Vicepresidente Financiero de Fiduprevisora, para coordinar las operaciones reprochadas.

La imputación de AMV contra el señor Prieto por el incumplimiento al deber de lealtad se sustentó en *“la coordinación y planeación que existió entre el investigado y los otros investigados (los señores Luis Alberto Roncancio y Jorge Enrique Benavides), con quienes conformaba un equipo de trabajo o una unidad de negocios (...) de propósitos y de resultados”*.

- B. Las condiciones financieras en que se celebraron las operaciones presentaron características comunes y es indicativa de que existió comunicación y planeación entre quienes las llevaron a cabo.
- C. A juicio de AMV, el a quo no valoró las llamadas a celular celebradas entre los otros miembros de la pretendida “unidad de negocios” y los socios de BBB; por lo tanto, dejó de lado una prueba fundamental en esta investigación, que permite entender la dinámica de estas operaciones y la forma como se llevaron a cabo.

## **6. PRONUNCIAMIENTOS DE LOS INTERESADOS FRENTE A LOS RECURSOS INTERPUESTOS**

De conformidad con lo establecido en el artículo 87 del Reglamento de AMV, tanto el Autorregulador como el investigado se pronunciaron sobre los planteamientos expuestos en los respectivos recursos de apelación, remitiéndose para el efecto, en esencia, tanto a los argumentos expuestos a lo largo de la instrucción del proceso, como a las consideraciones que sirvieron de base para la interposición de sus propios recursos.

## **7. CONSIDERACIONES DE LA SALA DE REVISIÓN**

### **7.1 Competencia**

De acuerdo con lo establecido en el numeral 1° del artículo 98 del Reglamento de AMV, es función de la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario resolver los recursos de apelación interpuestos contra las decisiones de primera instancia.

## **7.2 Argumentos del Recurso de Apelación interpuesto por el investigado**

A continuación la Sala se referirá a cada uno de los argumentos de fondo con los que el procesado se propone desvirtuar las conclusiones del a quo sobre las conductas reprochadas.

### **7.2.1 Características de las operaciones celebradas por el investigado**

A partir del análisis de los precios de valoración publicados por INFOVAL, contrastados con los precios de calce de las mencionadas operaciones y confrontados también los logs de auditoría de las mismas, esta Sala de Revisión encontró que, efectivamente, tales operaciones participan de las inusuales características advertidas por AMV en la instrucción del proceso, de las cuales se hizo una descripción en el capítulo 2º de esta providencia.

Destaca la Sala que el comprador final de los títulos que emanaban de los portafolios de BBB fue mayoritariamente Fiduprevisora; un tercero (la sociedad BBB Ltda), siempre ganó en estas operaciones; en todos los casos la celebración de las operaciones tuvo una dinámica y patrones comunes y características similares (vale decir, no se detectó acción alguna del comprador dirigida a procurar mejores precios; siempre registró sus puntas después de las de venta, las cuales, por sus altos precios nadie más agredió; se hicieron, en general, sin considerar referentes de uso elemental tratándose de títulos poco líquidos, como es el caso de las tasas de valoración del día anterior; produjeron pérdidas por valoración el día de la compra; el mismo día en que eran celebradas se generaron calces a una mejor tasa para el comprador, bien con anterioridad o ya con posterioridad a las operaciones censuradas); las operaciones se realizaron en condiciones desfavorables para los fideicomisos administrados por la Fiduciaria.

Las características de las operaciones y, particularmente, el efecto y resultado que produjeron, beneficiando en todos los casos a un tercero, no encajan en las reglas de la experiencia, la probabilidad y la razón. Tampoco corresponden al normal suceso de las transacciones en el mercado.

El investigado intervino en ellas, celebrándolas directamente. De allí precisamente deriva su responsabilidad personal, con apoyo en las consideraciones adicionales que esta Sala expresa a continuación.

### **7.2.2 De la sujeción del investigado a las estrategias y políticas de inversión en el largo plazo. El marco de actuación al cual el investigado debía ajustar su comportamiento.**

Adujo el recurrente que las operaciones reprochadas se alinearon con las estrategias y políticas de inversión de los portafolios por él administrados y con las políticas definidas por Fiduprevisora para la administración de portafolios y la realización de inversiones.

Advierte la Sala que al Investigado no se le formuló ninguna acusación porque las operaciones controvertidas fueran contrarias o inconsecuentes con las estrategias o las políticas de inversión de Fiduprevisora o la de los fideicomisos por ella administrados y, por lo tanto, no es procedente

pronunciarse ahora sobre este planteamiento. No existe tampoco ninguna acusación por haberse realizado inversiones en títulos que estuvieran por fuera de la política de inversión de los portafolios.

Adicionalmente, ha de manifestarse que tampoco está en entredicho la gestión del investigado respecto de la generación de utilidades o pérdidas para los portafolios bajo su administración en un horizonte de tiempo determinado. El profesional debe buscar siempre la mejor inversión para sus clientes en cada operación que realice por cuenta de ellos, sin que el bueno o mal resultado en el largo plazo per se, pueda ser el determinante de la responsabilidad. El buen comportamiento del profesional supone y exige su aprestamiento inicial y permanente para buscar en todo momento el beneficio del cliente.

No comparte entonces esta Sala que aduzca el recurrente en su favor un supuesto apego (por lo demás no acreditado en el expediente), a las políticas de inversión de Fiduprevisora en la realización de las operaciones reprochadas. Su obligación profesional suponía el manejo de los recursos que se le confiaron con el objetivo de aumentar su valor y rendimiento real, deber que desatendió al comprar títulos con las características inusuales ya descritas en esta providencia y en condiciones distintas a las del mercado, en desmedro de los intereses de los fideicomisos que administraba la Fiduciaria, varios de ellos de naturaleza pública, y con el singular efecto de generar beneficio permanente e invariablemente, a un tercero.

Destaca la Sala, finalmente, que de acuerdo con lo consignado en el Manual de Funciones para el cargo de Jefe de la Oficina de Portafolios Pensionales de Fiduprevisora<sup>14</sup>, correspondía al investigado la labor de *“evaluar y seleccionar los mejores precios de compra y venta de las inversiones (...)”*. Como profesional en la intermediación de valores, el investigado debía entonces buscar la mejor inversión para los portafolios administrados, obligación que desatendió permanentemente al realizar las operaciones que no correspondieron a condiciones normales del mercado, con las características y efectos ya descritos.

### **7.2.3 De la realización de las operaciones a través del sistema transaccional MEC.**

El inculpado señaló que las operaciones cuestionadas fueron realizadas a través del MEC, mecanismo que, según su criterio, impide calzar operaciones con puntas que no sean las mejores del mercado en el momento específico en que se celebra una operación. Para el recurrente, en consecuencia, la utilización del MEC es por sí misma garantía del cumplimiento al deber de mejor ejecución frente a los titulares de los fideicomisos que administraba la fiduciaria.

Resulta útil expresar que el Mercado Electrónico Colombiano -MEC- es el sistema centralizado de operaciones de negociación y registro

---

<sup>14</sup> Que obra a folio 215 de la carpeta de pruebas del expediente



sobre valores administrado por la Bolsa de Valores de Colombia S.A.; su objetivo como plataforma transaccional electrónica es permitir que los agentes del mercado puedan transar productos financieros en forma ágil, transparente y segura, como resultado de los encuentros espontáneos de oferentes y demandante de valores, garantizando la libre concurrencia de agentes en el mercado.

Los sistemas de negociación de valores, entre ellos el MEC, propenden porque las operaciones se realicen con apego a las reglas de integridad y corrección del mercado. Sin embargo, no son invulnerables y quienes los operan pueden apartarse de esos objetivos. Por esa razón comparte el planteamiento del a quo según el cual *"la utilización de los sistemas transaccionales como el MEC para el desarrollo de operaciones en el mercado de valores no reviste de regularidad a una conducta que, como la reprochada, no la tiene por sí misma (...). El uso del sistema, sin embargo, no legitima una determinada conducta que, por sus propias condiciones y características, se aparta de ley y de la regularidad misma del mercado (...)"*.

En ese orden de ideas, aunque las operaciones reprochadas se transaron en el MEC, ello no altera una realidad verificada por el instructor consistente en que con su celebración se desconocieran los referentes de negociación del mercado en la adquisición de especies para los fideicomisos administrados por Fiduprevisora, a cargo del investigado. En otras palabras, el investigado no hizo buen uso de dicho sistema de negociación, causando detrimento a los intereses de los fideicomitentes de la sociedad fiduciaria.

Esta Sala de Revisión constató que en todas las operaciones celebradas por el investigado, se ingresaron en el sistema las puntas de compra siempre después de incorporadas las de venta por parte de las sociedades comisionistas que actuaban por cuenta del cliente BBB y a la misma tasa ofrecida por ellas. El investigado no hizo ninguna gestión para mejorar esa punta: se plegó en un todo a las condiciones ofrecidas por el vendedor, no obstante los altos precios, circunstancia que lejos de facilitar la venta de un bien, normalmente la impide, observándose en los casos bajo análisis que, con excepción del inculpado, nadie más agredió o intervino en la compra de los valores respectivos, con el efecto ya indicado: perjuicio para los intereses de los fideicomisos, por privarse de adquirir los títulos a mejores precios y obtención de beneficios, en todos los casos, por parte de un tercero, marcando características ajenas a la dinámica racional del mercado.

Este procedimiento revela la inadecuada utilización del MEC, pues, muy probablemente, si el investigado hubiese ingresado primero las puntas de compra a precios altos<sup>15</sup>, seguramente no se habría podido garantizar que fuera BBB (a través de las comisionistas que actuaban por su cuenta) el único vendedor. Para la Sala es claro que colocar puntas de compra a precios altos es muy atractivo para el mercado y, consecuentemente,

---

<sup>15</sup> Que es el caso de las operaciones que se hicieron a través de las ruedas SPOT y DEES (36 de las 39), en las cuales es posible poner primero puntas de demanda.

otros agentes del mercado las hubieran agredido rápidamente.

Es evidente que los operadores del mercado pueden ingresar en el MEC las tasas que les resulten más convenientes, y de esa manera, procurar mejoras en el precio del título en el cual están interesados o incentivar a otras posibles contrapartes a que agredan la punta expuesta u ofrezcan tasas que puedan resultar más atractivas<sup>16</sup>; sin embargo, esto no fue lo que hizo el investigado todo lo cual conduce a expresar que el uso del MEC, per se, no garantiza las mejores condiciones para las operaciones que se realicen a través del mismo.

#### **7.2.4 Sobre las tasas de compra de las operaciones y la valoración de los títulos y la pretendida “no prohibición” de celebrar operaciones a tasas mínimas o por debajo de la tasa de valoración.**

El recurrente indicó que no hay normas que prevean la obligatoriedad de tener en cuenta el precio de valoración al momento de celebrar una operación.

Esta Sala comparte la tesis del recurrente, según la cual las tasas de negociación en el mercado son dinámicas y que la valoración es una herramienta que permite establecer el precio justo de un activo financiero. Sin embargo, también es claro que normalmente los agentes del mercado no están dispuestos a comprar por debajo de la tasa de valoración del título, particularmente cuando se trata de especies ilíquidas, cuya relación obra en el expediente, como ocurrió en la mayoría de las operaciones reprochadas al investigado, según se indicó en el numeral 2º de esta Resolución.

El precio de valoración constituye una excelente herramienta en el mercado público de valores, toda vez que da señales claras del comportamiento del precio de un valor y, por lo tanto, otorga valiosos elementos de juicio a los operadores del mercado y a los inversionistas para determinar el precio al cual comprar o vender determinado título.

La institución del precio de valoración no obedece a un capricho del mercado; por el contrario, se fundamenta en el interés de suministrar a los agentes que en él interactúan una invaluable información respecto de los precios aproximados de intercambio de un título, en aras de propender por la seguridad, transparencia, estabilidad y confianza en la celebración de las operaciones.

La Circular Externa 30 de 2009 de la Superintendencia Financiera de Colombia, incorporada en la Circular Básica Contable y Financiera 100 de 1995 establece los objetivos de la valoración de inversiones a precios de mercado, de la siguiente manera:

*"La valoración de las inversiones tiene como objetivo fundamental el cálculo, el registro contable y la revelación al mercado del valor o precio*

---

<sup>16</sup> Ver Reglamento MEC, Artículo 2.3.1.1.-Metodologías de Negociación-. Disponible en [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co)

*justo de intercambio al cual un valor, podría ser negociado en una fecha determinada, de acuerdo con sus características particulares y dentro de las condiciones prevalecientes en el mercado en dicha fecha.*

*Para los efectos propios de la presente norma, el precio justo de intercambio que se establezca debe corresponder a aquel por el cual un comprador y un vendedor, suficientemente informados, están dispuestos a transar el correspondiente valor". (Subrayado fuera del texto original).*

En la presente actuación disciplinaria, el análisis de los logs de auditoría indica que, en general, las operaciones reprochadas se efectuaron con tasas bien diferentes a las señaladas por los precios de referencia del mercado (publicados por INFOVAL) que ponían de presente la existencia de mejores tasas<sup>17</sup>.

El administrador profesional de recursos de terceros tiene el deber de informarse de manera suficiente sobre la forma como se están moviendo los precios en el mercado y sobre sus tendencias. No de otra forma puede asegurarse de que las negociaciones que se propone concretar atienden adecuadamente los intereses de su cliente. No es razonable que un agente del mercado opere repetidamente sin tener en cuenta las referencias del mercado, ni que se desatiendan patrones de referencia básicos al momento de operar, como ocurrió en este caso. El deber de mejor ejecución exige una gestión activa y diligente por parte del administrador del portafolio, quien no puede entonces reducir sus ejecutorias a la aceptación irrestricta de las condiciones de negociación que los demás negociantes le proponen.

Está acreditado en esta actuación (así lo demuestran los logs de auditoría) que la mayoría de las operaciones se hicieron, en efecto, a la tasa más baja de negociación del día, por debajo de la valoración del día anterior y que generaron pérdidas por valoración el día de la compra. Este no fue un hecho "aislado" o "circunstancial", sino uniforme y extendido en el tiempo<sup>18</sup>.

Finalmente, para la Sala de Revisión, el hecho de que el investigado haya celebrado otras operaciones a la tasa mínima mientras estuvo vinculado a Fiduprevisora, no lo exonera de responsabilidad disciplinaria. Comparte por

<sup>17</sup> A modo de ejemplo, la Sala observó que en las tres operaciones de compra celebradas por el investigado los días 11 y 12 de febrero de 2008, desatendió la tendencia de la tasa de valoración y compró a precios altos (tasas bajas):

FECHA	NEMO	UTILIDAD	TASA DE COMPRA	TASA DE VALORACIÓN DEL DÍA ANTERIOR
11/02/2008	xxx	11.764.110	11,27	12,02
11/02/2008	xxx	3.921.370	11,27	12,02
12/02/2008	xxx	3.921.370	11,27	11,33

<sup>18</sup> Claramente la actuación disciplinaria está estructurada sobre la base de la realización repetida de negociaciones con las características varias veces advertidas, no en el análisis de operaciones individuales o aisladamente consideradas.

ello las conclusiones del a quo según las cuales lo que se exige al investigado es una gestión cuidadosa y profesional en el manejo de los portafolios a su cargo. Ahora, si en Fiduprevisora eventualmente no existían políticas que restringieran la celebración de operaciones a tasas mínimas, el investigado debía en todo caso gestionar la adquisición de los títulos en las condiciones más beneficiosas para los fideicomisos a su cargo.

### **7.2.5 Los desacuerdos del investigado con respecto a las bases teóricas y conceptuales del estudio efectuado por AMV sobre las posibilidades de calzar operaciones con una misma contraparte y de que una de ellas siempre obtenga beneficios.**

El recurrente censura las conclusiones del estudio de AMV según las cuales, en condiciones normales de mercado, la probabilidad de ocurrencia de operaciones entre Fiduprevisora y BBB, con resultados siempre favorables para BBB, se aproxima al 0%.

Para el inculpado, el estudio resulta erróneo *“porque toma como punto de partida tópicos que no son susceptibles de ser comparados con las operaciones de [su] defendido en Fiduprevisora, dado que el diseño del ejercicio descansa en el hecho fundamental que calcula la probabilidad estadística de que dos contrapartes autorizadas se crucen en operaciones de compra y venta”*. Advierte el recurrente que BBB no es una “contraparte” de las que calza operaciones en el MEC.

La Sala de Revisión comparte las conclusiones del a quo sobre el informe técnico en el sentido de que estadísticamente es poco probable que, en condiciones normales de mercado y dentro de la dinámica regular de un sistema transaccional como el MEC, las mismas partes se encuentren para celebrar 39 operaciones, con las características y efectos de las reprochadas en esta actuación disciplinaria.

Con relación al argumento del investigado según el cual los fundamentos del informe son equivocados porque la muestra se tomó con sujetos que no son contrapartes autorizados para la negociación de valores, la Sala de Revisión aclara que, en el entendido de que cualquier operación de un inversionista debe realizarse a través de un afiliado al sistema, la probabilidad de que dos inversionistas, o un inversionista y un afiliado, se encuentren en el mercado, estará inevitablemente condicionada a la probabilidad de que dos afiliados se encuentren. De igual manera, teniendo en cuenta que son más los inversionistas que los afiliados al sistema de negociación, la probabilidad de que aquéllos se encuentren no puede ser mayor a la probabilidad de que se encuentren dos afiliados. En otras palabras, como lo advirtió AMV al explicar el sustento técnico de la pericia, si la probabilidad de que dos afiliados se encuentren en el sistema de negociación es muy baja, la probabilidad de que dos inversionistas, o un inversionista y un afiliado se encuentren, será aún menor.

No advierte pues esta Sala ninguna razón que enerve las conclusiones del informe del Autorregulador: las posibilidades de que un operador del mercado opere reiteradamente con la misma contraparte y que siempre

obtenga utilidades son bien improbables, con fundamento en las reglas de la lógica, la experiencia y la estadística.

### **7.2.6 Sobre la supuesta omisión de práctica de una prueba.**

Según se indicó, el recurrente manifiesta que AMV omitió llamar a declarar al señor PPP, Presidente de Fiduprevisora, quien a su juicio informaría al proceso que *“las operaciones objeto de investigación no causaron un detrimento patrimonial a los portafolios administrados por Fiduprevisora”*.

Sobre el particular, ha de expresarse que en el memorial de apelación no hay una petición de pruebas y, por consiguiente, no proveerá nada al respecto. Encuentra la Sala, por el contrario, que en el expediente existen suficientes elementos de juicio que le permiten decidir de fondo la actuación disciplinaria.

### **7.3 Argumentos del recurso de apelación interpuesto por AMV.**

A continuación la Sala se referirá a los argumentos expuestos por AMV, como sustento del recurso de apelación.

#### **7.3.1 La imputación por el incumplimiento al deber de lealtad.**

Desde la Solicitud Formal de Explicaciones, y luego en el pliego de cargos, AMV expresamente sustentó la imputación por el supuesto incumplimiento al deber de lealtad en que el investigado celebró 39 operaciones *“cuyas características evidencian que se realizaron con el propósito de beneficiar indebidamente a un tercero, ajeno a Fiduprevisora”* (subrayado fuera del texto original).

La imputación y calificación de la conducta constituye una pieza fundamental que delimita el objeto en torno al cual el procesado orienta su estrategia de defensa. De igual manera, el principio de congruencia o consonancia entre la acusación y el fallo constituye una de las garantías del debido proceso y del derecho de defensa y como tal impone que entre tales actos procesales deba existir una adecuada relación y correspondencia en sus aspectos básicos: personal, fáctico y jurídico.

En claro la anterior, la Sala comparte las conclusiones del a quo en el sentido de que no existen en el expediente suficientes elementos de juicio para acreditar, de manera fehaciente e inequívoca, que el investigado tuvo *“la intención”* de beneficiar a terceros, como se imputó en el pliego de cargos.

Ahora bien, AMV expresó en el recurso de apelación que el cargo relacionado con la violación al deber de lealtad estuvo sustentado en la presunta coordinación entre el investigado y dos personas más que conformaban una *“unidad de negocios”*, de *“propósitos”* y de *“resultados”*. Sin embargo, no hay prueba que le dé soporte a esas referencias.

En efecto, en el expediente obran algunos elementos de juicio que el Autorregulador recaudó en la etapa de instrucción del proceso. No obstante, ese material no constituye plena prueba de que, al realizar las operaciones, el investigado tenía la intención de beneficiar a terceros, ni de que él formaba parte de una suerte de concierto o de orquestación con otras personas para propósitos irregulares.

No hay, se repite, prueba de una concertación previa entre el investigado y el señor CCC para que los fideicomisos administrados por Fiduprevisora adquirieran títulos provenientes de BBB<sup>19</sup>.

Tampoco considera válido deducir, a partir de las dos llamadas por teléfono fijo realizadas entre el investigado y el Vicepresidente Financiero de la mencionada sociedad fiduciaria, que derivaron en la celebración de dos de las operaciones reprochadas, la existencia necesaria e inequívoca de una concertación entre los dos interlocutores. Las llamadas denotan un poder de instrucción y la participación activa del Vicepresidente Financiero en las decisiones de inversión de la compañía fiduciaria, pero no puede derivarse de ellas que el inculpado participaba en algún tipo de ardid con su jefe (o supiera de la existencia de alguno), para beneficiar a terceros.

De igual manera, a pesar de que en la instrucción, como en distintas oportunidades en la etapa de juicio (incluso en el recurso de apelación), AMV aludió a la existencia de múltiples llamadas por celular entre los socios de BBB y el jefe y el compañero de trabajo del investigado, a través de las cuales, a su juicio, se habría planeado y coordinado las operaciones, la Sala de Revisión advierte que en ninguna de ellas fue interlocutor el señor Prieto. Se echa de menos también, en apoyo de la hipótesis de la supuesta "unidad de negocio", una mayor verificación sobre la existencia de una comunicación, por teléfono fijo o celular, entre el inculpado y los otros dos funcionarios de Fiduprevisora, ya mencionados. En ese sentido, frente al investigado, las referidas llamadas a celular probadas en el expediente, son hechos de terceros.

Tampoco se puede pasar por alto que tanto el investigado como los socios de BBB, rindieron declaraciones ante el Autorregulador en la etapa de instrucción del proceso y manifestaron no conocerse entre ellos.

En fin, como se indicó, aunque obran en el proceso unos elementos de juicio a partir de los cuales el Autorregulador sustentó la instrucción y apoyó su *teoría del caso*, de la valoración integral de los mismos, no

---

<sup>19</sup> De las conversaciones que obran grabadas en el expediente no se concluye que el inculpado conociera que el señor CCC tenía una vinculación de negocios con los socios de BBB. De igual manera, una de las tres llamadas que derivaron en la concreción de cuatro operaciones se hizo cuando ésta última persona trabajaba en una firma comisionista, no como free lance de la mencionada Compañía (en general todas las operaciones reprochadas se hicieron a través de intermediarios de valores, que AMV llamó "vuelteros"). Así mismo, en las otras dos llamadas de que da cuenta el expediente, celebradas entre los mismos individuos, sólo se abordaron temas personales. Por último, 35 de las 39 operaciones censuradas no tienen asociada ninguna comunicación entre las dos personas naturales mencionadas.

se infiere inequívocamente que el investigado haya violado el deber de lealtad, en la forma como lo imputó AMV en el pliego de cargos, o como se planteó en el recurso de apelación.<sup>20</sup>

Esta Sala no desconoce que la demostración de cierto tipo de conductas no siempre puede lograrse a través de la prueba directa; sin embargo, cuando el instructor acude a la prueba indirecta o a la indiciaria, como ocurrió en esta actuación disciplinaria, el proceso de deducción tiene que ser inequívoco y descartar la existencia de otras posibles inferencias. Es fundamental recordar que en favor del investigado obra el principio constitucional de presunción de inocencia y, por ello, los juicios de deducción del instructor deben ser **necesarios** (demostrar de manera fehaciente la existencia del hecho investigado), y no **contingentes** (entendidos como aquellos que pueden estar asociados a distintas causas o soportar, como en este caso, distintas hipótesis en su proceso de fundamentación).

### **Conclusiones de la Sala de Revisión:**

Por las razones expuestas en esta providencia al describir las características, patrones y el impacto económico de las operaciones reprochadas, esta Sala considera válida la conclusión del a quo, de acuerdo con la cual el investigado incumplió el deber de mejor ejecución.

De igual manera, como también se explicó, se comparten las conclusiones de la primera instancia sobre la ausencia de prueba para acreditar la violación al deber de lealtad, en la forma como fue sustentado por el Autorregulador.

Encuentra la Sala ajustados a derecho los parámetros utilizados por el a quo para la graduación de la sanción, en cuanto estimó como agravantes el hecho de que algunos de los fideicomisos afectados con las operaciones eran de naturaleza pensional, y que las conductas se prolongaron en el tiempo por más de un año.

Concluye la Sala que la sanción impuesta al señor Prieto guarda simetría con lo acreditado en el expediente y con la gravedad de la conducta<sup>21</sup>. A pesar de que no está demostrada la percepción de un beneficio económico personal ni la existencia de antecedentes disciplinarios, lo cierto es que las conductas desplegadas por el investigado, por las razones expuestas, van en contra de los postulados básicos de la diligencia profesional en la administración de recursos de terceros y son suficientes para ratificar la sanción impuesta en primera instancia.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del

---

<sup>20</sup> Para la Sala, en términos generales, la atención o no al deber de lealtad por parte de un intermediario del mercado, debe analizarse en función del interés de sus clientes, no de terceros.

<sup>21</sup> Se advierte, igualmente, que la sanción a imponer guarda correspondencia con otras impuestas frente a conductas similares.

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, integrada por los doctores Pedro José Bautista Moller, su Presidente; Roberto Pinilla Sepúlveda y Fernán Bejarano Arias, previa deliberación sobre el tema el día 2 de marzo de 2012, por unanimidad,

**RESUELVE:**

**ARTÍCULO PRIMERO: CONFIRMAR** la decisión contenida en la Resolución No. 8 del 1° de noviembre de 2011 de la Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario, que impuso al investigado una sanción de suspensión por el término de un año y de multa de cincuenta (50) salarios mínimos legales mensuales vigentes, por el incumplimiento del artículo 40 del Reglamento de AMV, vigentes para la época de ocurrencia de los hechos investigados.

**ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR** al señor **JOSÉ AUGUSTO PRIETO GUZMÁN** que contra la presente Resolución no procede recurso alguno.

**ARTÍCULO TERCERO: INFORMAR**, en cumplimiento de lo establecido por los artículos 29 de la Ley 964 de 2005 y 11.4.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010, a la Superintendencia Financiera de Colombia la decisión adoptada, una vez ésta se encuentre en firme.

**NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE**

**PEDRO JOSÉ BAUTISTA MOLLER**  
**PRESIDENTE**

**YESID BENJUMEA BETANCUR**  
**SECRETARIO**