

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA - AMV -

TRIBUNAL DISCIPLINARIO

SALA DE REVISIÓN

RESOLUCIÓN No. 04

Bogotá D.C., 31 de mayo de 2012

NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: 02-2010-186
INVESTIGADO: ING, ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS S.A.
RESOLUCIÓN: SEGUNDA INSTANCIA

Decide la Sala los recursos de apelación interpuestos por **ING, ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS S.A.** (en adelante ING) y por el **AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA** (en adelante AMV) contra la Resolución No. 5 del 31 de octubre de 2011, por la cual la Sala de Decisión "1" del Tribunal Disciplinario de AMV impuso a aquella una sanción de multa de quinientos salarios mínimos legales mensuales vigentes, por el incumplimiento de lo previsto en el literal b), numerales i) y iv), del artículo 50 de la Ley 964 de 2005 y del artículo 48 del Reglamento de AMV.¹

1. ANTECEDENTES GENERALES DE LA ACTUACIÓN

El 29 de diciembre de 2010 AMV inició el proceso disciplinario No. 02-2010-186 contra ING, para lo cual le envió una solicitud formal de explicaciones bajo la consideración preliminar de que la sociedad investigada habría vulnerado los preceptos contenidos en las normas

¹ - **Artículo 50. Infracciones. Se considerarán infracciones las siguientes:**

(...)

b) Realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o coadyuvar con transacciones u otros actos relacionados, que tengan como objetivo o efecto:

i) Afectar la libre formación de los precios en el mercado de valores; (...)

iv) Disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor

- **Artículo 48 del Reglamento de AMV:**

"Los sujetos de autorregulación se abstendrán de incurrir en las situaciones descritas en el literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005".

ya indicadas.

ING presentó respuesta a la solicitud formal de explicaciones mediante escrito del 1° de febrero de 2011, que obra en el expediente².

AMV formuló el respectivo pliego de cargos el 10 de junio de 2011³. La sociedad investigada le dio respuesta mediante escrito del 7 de julio del mismo año⁴.

El 31 de octubre de 2011, la Sala de Decisión "1" del Tribunal Disciplinario puso fin a la primera instancia en el proceso. Los días 15 y 18 de noviembre, respectivamente, tanto AMV como ING interpusieron sendos recursos de apelación contra dicha decisión⁵, de los cuales se surtieron los traslados reglamentarios⁶.

La investigada y AMV solicitaron la realización de una audiencia verbal con fundamento en lo previsto en el artículo 88 del Reglamento de AMV, solicitud que fue concedida por la Sala. Dicha audiencia se celebró el 11 de abril de 2012, en las instalaciones de AMV.

2. SÍNTESIS DEL PLIEGO DE CARGOS FORMULADO

AMV imputó a ING la comisión de dos infracciones: la obstaculización a la libre formación de precios de la acción de QQQ S.A. y la disminución artificial del precio de dicha especie en el mercado de valores.

Encontró que entre los días 24 de septiembre y 30 de noviembre de 2009 la mencionada especie registró variaciones negativas de precio, producto, a su juicio, de la activa intervención de ING a través de la realización de distintas operaciones y el uso de varios mecanismos, continuos, uniformes y deliberados, entre ellos,

- i) La tendencia de marcar el precio a la baja,
- ii) El ingreso simultáneo de puntas de compra y de venta a precios inferiores a los que esa misma sociedad había estado dispuesta a comprar o a vender o había comprado o vendido en la sesión de negociación precedente,
- iii) Las operaciones de venta que celebró ING durante 3 de los 6 días en que se calzaron puntas generaron pérdidas a la entidad,

² Folios 47 a 128 de la carpeta de actuaciones finales.

³ Folios 138 a 227 de la carpeta de actuaciones finales

⁴ Folios 251 a 345 de la carpeta de actuaciones finales

⁵ Folios 456 a 458 y 459 a 495, respectivamente

⁶ Los pronunciamientos obran en los folios 506 a 514 y 515 a 523, respectivamente.

- iv) Las únicas operaciones celebradas durante los 6 días en que hubo operaciones fueron aquellas en las que ING fue comprador o vendedor,
- v) ING liquidaba posiciones a un precio menor al que otros operadores estaban dispuestos a operar.

A juicio del instructor, el propósito deliberado de ING de disminuir el precio de la acción habría sido afectar la rentabilidad de los demás fondos, en especial el de DDD S.A., con quien mantenía una permanente comparación en materia de rentabilidad.

Sostuvo igualmente que las personas que realizaron las operaciones materia de investigación actuaron en su nombre y con pleno conocimiento y autorización de la sociedad y que su voluntad corresponde a la de la propia sociedad investigada.

Indicó, así mismo, que los patrones que describieron las operaciones y sus características, deben ser apreciados de forma conjunta, valorando integralmente todas las circunstancias a su juicio reveladoras de un esquema preconcebido para lograr reducir artificialmente el precio de la acción de QQQ.

En apoyo de su tesis principal, el Instructor formuló algunas consideraciones adicionales, entre ellas: i) Destacó que los fondos de pensiones generalmente realizan inversiones en el largo plazo, de modo que no es usual encontrarlos ingresando puntas de compra y de venta sobre una misma especie, a precios siempre más bajos, durante una misma sesión de negociación, como se advirtió en este caso con ING, y ii) Resaltó que el único inversionista que actuó de manera continuada y reiterada durante ese período fue ING.

Finalmente, indicó que los hechos materia de investigación contra ING están probados de forma directa, y no en pruebas indiciarias, o en cualquier otro tipo de elemento de juicio indirecto.

3. DEFENSA DE LA SOCIEDAD INVESTIGADA EN LA ETAPA DE INSTRUCCIÓN DEL PROCESO

La entidad investigada formuló en su defensa los argumentos de fondo que se resumen a continuación:

Sostuvo que es una práctica habitual de las AFP la comparación o benchmarking respecto de las inversiones realizadas por las demás sociedades administradoras de pensiones, como herramienta para gestionar el riesgo de divergencia.

Indicó también que las operaciones reprochadas por AMV se ajustan a las políticas y estrategias generales de la Compañía.

Expresó además que no existe prueba del *“elemento volitivo”* en ING, de causar un daño al mercado y que la entidad obró con una justificación económica legítima en la realización de las operaciones.

Manifestó, así mismo, que su posición competitiva no dependía de la variación en el precio de QQQ y que el cambio por la valoración de dicha especie no alteraba el ranking de rentabilidad de los fondos de pensiones.

Insistió en este punto en que la compra de las acciones de QQQ fue una decisión táctica de la Compañía, producto de que encontró, dijo, un muy buen precio, que antes no se había dado.

Manifestó, de igual forma, que ING contaba con cupo de inversión para la compra del paquete accionario, de forma que la razón por la cual no había comprado ese tipo de especies con anterioridad es que no había encontrado la oportunidad de hacerlo en condiciones acordes con sus *“expectativas de valor”*.

Sostuvo que después de comprar la especie gestionó los riesgos de mercado, con la realización de operaciones que obedecieron a tipologías negociales diferentes y a circunstancias de mercado también distintas.

Indicó que las operaciones celebradas fueron reales y válidas y que generaron transferencia del activo subyacente y que las mismas no fueron homogéneas, ni sistemáticas, ni continuas y que respondieron a diferentes condiciones de mercado, según la estrategia de inversión de la compañía.

Manifestó, a su turno, que el precio de la negociación de la especie QQQ *“respondió a razones objetivas, como el valor fundamental de la acción, después de la escisión de la sociedad emisora”*.

Indicó que cuando decidió vender un lote de 13.000 acciones a \$30.000 el mercado estaba a la baja y venía precedido de desvalorizaciones continuas.

Sostuvo que los reglamentos de los enrutadores utilizados para la realización de las operaciones establecen que las puntas ingresadas por un cliente pueden ser rechazadas en caso de que atenten contra la normatividad vigente en el mercado de valores y que el mecanismo de subasta en el mercado de renta variable para acciones de baja liquidez inhibe técnicamente la manipulación, salvo que para la realización de las operaciones se den preacuerdos o simulaciones.

4. LA RESOLUCIÓN DE PRIMERA INSTANCIA

La Sala de primera instancia encontró acreditadas las conductas imputadas y dedujo responsabilidad disciplinaria institucional contra la investigada.

En síntesis, la providencia abordó los siguientes aspectos:

- i) Formuló algunas consideraciones puntuales sobre la importancia de la integridad del mercado y sobre las conductas, que como las censuradas, distorsionan su normal funcionamiento.
- ii) Destacó que no obstante el interés que ING dijo le asistía de mitigar el riesgo de divergencia, no obra prueba en el expediente que acredite que al momento de adquirir el paquete accionario de QQQ, contaba la encartada con el respectivo cupo de emisor.

Concluyó la Sala de Decisión que la compra de los mencionados títulos constituía una herramienta valiosa y al mismo tiempo necesaria para que ING pudiera influir en la determinación de su precio, jalonándolo a la baja con la gestión activa, repetida y uniforme de dos de sus agentes, para lograr afectar, por esa vía, la rentabilidad de los demás fondos de pensiones, en especial el de DDD S.A., por su mayor exposición en dicho activo, en contravía de la integridad y el buen suceso del mercado en su conjunto.

- iii) El a quo analizó los log de auditoría en los registros del sistema de negociación de acciones de la Bolsa de Valores de Colombia, correspondientes a los días en que ING tuvo alguna participación, tomando una determinada postura (calzada o no), sobre la especie QQQ.

De dicho análisis derivó la existencia de unos patrones comunes en las operaciones que, a su juicio, buscaban generar la impresión en el mercado de que el precio de QQQ tenía vocación a la baja. Advirtió también que la tendencia bajista se revirtió temporalmente justo en los días en que ING no operó sobre la especie, dentro del período investigado.

Indicó que la conducta evidenciada en los mencionados logs de auditoría alteró la percepción espontánea de los demás operadores del mercado sobre la justicia y razonabilidad de los precios de la acción de QQQ. Indicó además que no resultaba razonable que en cada operación de compra o venta efectiva de tales títulos durante el período investigado ING siempre estuviera presente en uno de los dos extremos de la negociación, *“menos cuando sus contrapartes fueron tantas y tan variadas”*.

Cuestionó igualmente que el día 30 de noviembre de 2009, cuando vendió a pérdida un paquete de 13.000.00 acciones a \$30.000.00, (el precio más bajo jamás registrado después del proceso de escisión de QQQ y con evidentes antecedentes de precios bastante más altos registrados apenas unos días antes de dicha operación), la inculpada no se percatara de que otros operadores del mercado ingresaron puntas de compra por más de 8000 títulos, a mejores precios.

- iv) Expresó también que la presente actuación disciplinaria no tiene por sustento el análisis de la regularidad formal de las operaciones y

descartó que el esquema de enrutamiento de órdenes prevea o se constituya en filtro para evitar las conductas manipulativas en el mercado.

- v) Advirtió, así mismo, que en la conducta investigada lo determinante es la verificación del acto tendiente a obtener el resultado esperado, al margen de si éste se produce o no. Precisó que desde el comienzo de la instrucción siempre estuvo claro que la infracción no se vinculó a la obtención de mayores rentabilidades para la inculpada.
- vi) Por último, luego de formular algunas consideraciones adicionales sobre la conducta desde la perspectiva del Derecho Comparado, expresó el a quo las razones por las cuales, con apoyo en la *teoría del órgano*, la infracción comprometía la responsabilidad de la persona jurídica, a pesar de requerirse el elemento intencional para configurarla.

5. LOS RECURSOS DE APELACIÓN INTERPUESTOS

5.1 El recurso interpuesto por la sociedad investigada.

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

- i) Se opuso a las conclusiones de la Sala de Decisión, según las cuales ING compró las acciones de QQQ para manipular su precio, jalonándolo a la baja. Expresó al respecto que los “precios promedio” de las especies no son un “determinante para establecer si una inversión está o no justificada”.
- ii) Reiteró que la decisión de inversión en dichas acciones obedeció a un criterio de oportunidad, medida en términos tanto de precio, como de volumen de un paquete que le fue ofrecido a ING “y que esta adquirió dado el posicionamiento relativo a su industria”.

Frente a la conclusión del a quo según la cual ING no contaba con cupo de inversión al momento de comprar los títulos, expresó que el riesgo de QQQ no le era extraño, dada su condición de especialista en el manejo de portafolios, “donde la diversificación de las inversiones es parte de la planificación natural de sus administradores”. Indicó también que la decisión de comprar y vender las acciones de QQQ estaba dentro de la órbita de atribuciones y funciones del Gerente de Inversiones.

- iii) Insistió en la tesis de acuerdo con la cual el interés notorio de dos de sus funcionarios por la evolución de precios de la acción de QQQ, constituía un comportamiento legítimo en el

contexto de una industria de rendimientos relativos, en la que es habitual la comparación o benchmarking entre sus agentes con respecto a las inversiones realizadas.

Expresó que la conclusión del a quo en el sentido de que los agentes de ING, como profesionales en el manejo de recursos de terceros, deben propender porque los *offers* de los títulos se mantengan altos, constituye un "*falso deseo*" de la Sala, que no se compadece con uno de los objetivos de la administración de portafolios, que es la "*generación de alpha*", para lo cual es normal que se "*desarrollen estrategias de posicionamiento relativo frente a los benchmarks*".

- iv) Manifestó también que si bien la naturaleza de los recursos administrados por los fondos de pensiones es de largo plazo, ello no significa que no puedan tener estrategias tácticas en el corto plazo, que incluyen el ingreso de puntas de compra y de venta sobre una misma especie y durante una misma sesión de negociación.
- v) Expresó que si el precio de las transacciones en que ING intervino hubiera sido artificialmente bajo, una vez la compañía se retirara del mercado, el 30 de noviembre de 2009, éste se hubiera elevado y vuelto a los niveles registrados antes del 23 de septiembre de 2009, lo que a su juicio no ocurrió.
- vi) Cuestionó también las conclusiones de la decisión de primera instancia sobre la existencia de un móvil de la conducta y expresó que los datos y metodología usados por el a quo para fundamentarlas fueron erróneos.
- vii) Manifestó que ING no impuso a las contrapartes el precio de la negociación e insistió que no hubo artificialidad en los precios de las transacciones. También reiteró que las características de dichas operaciones no corresponden con las que normalmente identifican a las conductas de manipulación.
- viii) Recalcó que los elementos de juicio analizados en la investigación no son suficientes para deducir responsabilidad disciplinaria en su contra e insistió en que, para el efecto, se requiere de la prueba de la intencionalidad de la persona jurídica, que a su juicio no está demostrada en la actuación.
- ix) Por último, manifestó que la sanción impuesta fue desproporcional y desconoció precedentes disciplinarios en la materia.

5.2 El recurso interpuesto por AMV

El Autorregulador también interpuso en tiempo recurso de apelación contra la Resolución de primera instancia.

En esencia, su recurso se concretó a solicitar al ad quem la imposición de una sanción más alta para la investigada, atendiendo "*a la gravedad de la conducta*".

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 la sociedad investigada 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 Consideraciones preliminares.

7.2.1 Descripción de las características y patrones en la celebración de las operaciones investigadas.

La lectura de la información contenida en los log de auditoría de las operaciones sobre la especie QQQ, entre los días 3 y 30 de noviembre de 2009, permite a la Sala formular la siguiente descripción objetiva de eventos:

- i) Durante 11 días de negociación, en el período comprendido entre el 3 y el 30 de noviembre de 2009, ING tuvo una participación activa, más que ningún otro operador en el mercado, sobre la especie QQQ, al ingresar puntas de compra y de venta de manera simultánea, que no se calzaron porque sus precios no eran compatibles. También ingresó posturas que luego retiró antes del cierre y, finalmente, en 6 de los 11 días, celebró efectivamente operaciones de compra y de venta.

Se observa que la diferencia de tiempo con la cual se ingresaron las mencionadas puntas contrarias llegó a ser de algunos pocos segundos en varios casos.

- ii) Las puntas ingresadas registraron siempre precios inferiores al de las operaciones precedentes a los que ING estuvo dispuesta a transar, o a los que efectivamente compró o vendió en la respectiva sesión anterior, varias de las cuales (operaciones del 11, 18 y 30 de noviembre) generaron pérdidas a la entidad.
- iii) Las únicas operaciones de negociación de la acción de QQQ realizadas durante los días que cubre la investigación, fueron aquellas en las que ING fue comprador o vendedor. De igual manera, se observa que las operaciones realizadas por ING en el período objeto de investigación tuvieron como contraparte a seis firmas comisionistas diferentes, quienes a su vez actuaron por cuenta de varios inversionistas. Por el contrario, el único inversionista que actuó de manera continua y reiterada durante ese período fue ING.
- iv) Cuando ING se presentó como comprador o vendedor, siempre fue el primero en ingresar la respectiva punta, a precios sistemáticamente más bajos que en la anterior oportunidad.
- v) Entre los días 19 y 27 de noviembre de 2009 ING no realizó ningún movimiento sobre la acción de QQQ. En esa franja, la tendencia a la baja del precio de la especie no solamente se detuvo (el precio del día 18 de ese mes fue de \$30.000.00), sino que se revirtió, a través de operaciones calzadas a precios de mercado de \$31.080.00, \$33.520.00 y \$38.000.00.
- vi) El 30 de noviembre del año en mención, un operador ingresó cuatro puntas de compra por 4.000 de dichos títulos, a precios que oscilaron entre los \$33.500 y los \$35.500.00. Otro operador ingresó también una punta de compra de 350 acciones, por \$34.000.00. Otros igualmente desde el 19 de noviembre, hicieron posturas de compra –activas al día 30- por 5796 acciones en total, a precios entre los \$32.000.00 y los \$33.520.00.

Un operador del mercado ingresó dos puntas de venta por 970 y 700 acciones a un precio de \$39.000.00 y \$38.000.00 respectivamente. Otros dos ingresaron puntas de venta –activas al día 30 de noviembre- por 200 y 7500 acciones, a precios que oscilaron entre los \$41.500.00 y los \$43.000.00. Pero ese día, ING vendió 13000 acciones, a \$30.000.00.

- vii) Las dos primeras operaciones que hicieron, se insiste, en el período que cubre desde el 3 al 30 de noviembre de 2009, y que tuvieron lugar los días 3 y 5 de ese mes y año, fueron de compra de 4250 acciones de QQQ. La primera operación de venta por parte de ING en esa misma franja de tiempo se hizo sobre 4000 de esas especies, el 11 de noviembre. Cuatro días bursátiles

después, el 17 de ese mismo mes, esa entidad volvió a comprar 4500 nuevas acciones del mismo emisor. Después de la venta del paquete de 13.000 acciones el 30 de noviembre, ING permaneció con un lote de 5227 de esas acciones en su poder.

- viii) Entre el 3 y el 30 de noviembre el precio de cierre de la especie QQQ disminuyó en 21.67%; el de valoración se redujo en 20.75%.
- ix) De otro lado, de la lectura de la información generada por la Bolsa de Valores de Colombia sobre el comportamiento histórico de los precios de la especie QQQ⁷, el 1° de diciembre de 2009, esto es inmediatamente después de la venta de las 13000 acciones a \$30.000, la especie terminó transándose a \$32.520.00, cotización que se mantuvo hasta el día 9 de ese mismo mes y año cuando ascendió a \$33.240.00. Posteriormente, el día 11, sube a \$34.980.00. Seguidamente, del 2 al 21 cierra a \$35.000.00 y finalmente, concluye el año, el 30 de diciembre, a un precio de \$36.000.00. En enero de 2010, para extender un tanto más el horizonte de este análisis, cerró a \$35.900.00, lejos del precio de \$30.000.00 al que, se recuerda, se negoció el 30 de noviembre de 2009.

De esa misma fuente se evidencia que, antes de la compra del paquete de 27.372 acciones de QQQ, el 24 de septiembre de 2009, los precios fueron inferiores a \$40.020.00 (al cual se adquirió dicho paquete). Así, por ejemplo, a 28 de febrero de ese mismo año (luego de aprobado por la Asamblea respectiva el proceso de escisión de QQQ), la acción cerró a \$38.000.00. A 30 de marzo, lo hizo a \$37.020.00; a 30 de mayo, a \$38.000.00; a 30 de junio, a \$39.060.00.

Los mencionados logs de auditoría constituyen prueba de la información ya descrita, en ellos contenida. La sociedad investigada no la controvertió ni en la etapa de instrucción del proceso, ni ahora en el recurso de apelación.

7.2.2 Evidencia de varias circunstancias anteriores, concomitantes y posteriores a la celebración de las operaciones celebradas entre el 3 y el 30 de noviembre de 2009, relevantes para el debate en segunda instancia.

La Sala destaca, así mismo, la existencia de varias situaciones debidamente probadas en el proceso, cuyo análisis posterior en esta misma providencia, resultará de utilidad para efectos de determinar si la sociedad investigada incurrió o no en la conducta reprochada.⁸

⁷ Información que es pública y que la propia sociedad investigada incorporó al expediente (folios 422 a 476 de la carpeta de pruebas), al responder la Solicitud Formal de Explicaciones.

⁸ En la Resolución de Primera Instancia se citan los folios puntuales del expediente donde están acreditados los elementos que el ad quem enunció.

7.2.2.1 Está probado en el proceso, y así lo reconoció expresamente la encartada al responder el pliego de cargos, que la acción de QQQ se cotiza en Bolsa desde el año 2001 y que desde el 2005 está calificada como una especie de baja bursatilidad.

7.2.2.2 Está probado también, y no se discutió en el proceso, que la Asamblea General de Accionistas de QQQ aprobó la escisión de dicha Compañía el XX de XXX de XXXX y que al momento en que ello ocurrió los fondos de pensiones del país, tenían inversiones cuantiosas en dichas especies, incluso con más de un año de anticipación a dicha escisión, salvo ING y otro más.

7.2.2.3 De igual manera, no está acreditado en el expediente que al momento de adquirir el paquete de acciones, el 24 de septiembre de 2009, ING contara con el respectivo cupo de emisor.

7.2.2.4 Obran en el expediente varias llamadas telefónicas entre el Gerente de Inversiones Locales de ING y funcionarios de la Superintendencia Financiera, en las que aquél insistentemente solicita al Órgano de Vigilancia y Control que tome medidas para hacer frente a una supuesta sobrevaloración de la acción de QQQ, aún después del proceso de escisión de dicha compañía.

7.2.2.5 Obran en el expediente varias llamadas telefónicas entre el mencionado Gerente de Inversiones Locales y una trader senior a su mando, en las que se expresó y evidenció un marcado interés de aquél funcionario de la investigada en la evolución de los precios de la acción de QQQ y en el impacto de sus oscilaciones en los portafolios de los competidores, particularmente de DDD S.A., el fondo con mayor inversión sobre dichos títulos. En dichas llamadas, parcialmente transcritas en distintos documentos del proceso y en la resolución recurrida, se advierte un interés en que los *offers* sobre dicha especie se mantuvieran bajos.

7.2.2.6 Las pruebas también evidencian que la disminución del precio de las acciones de QQQ durante el período investigado tuvo un impacto negativo en la valoración de los portafolios de los demás fondos de pensiones con inversiones en dicha especie⁹, tal como se precisará en el punto 7.4.2 de esta Resolución.

7.2.2.7 Se relaciona en el expediente un ejercicio (tampoco controvertido por la sociedad inculpada), en el cual el Instructor del proceso recaudó el log de auditoría de otras dos especies de baja liquidez, también poseídas por ING y por otros fondos de pensiones, que arrojó como conclusión que los intervinientes en las operaciones “*o bien tenían intenciones de comprar, o tenían intenciones de vender, descartándose el ingreso de puntas simultáneas por cantidades y precios similares, como lo hizo ING con la acción de QQQ*”.

De igual manera, se aludió en el expediente a otro ejercicio

⁹ Aunque, como se indicará más adelante, no se requiere de la existencia de un daño concreto para configurar la conducta reprochada.

complementario de AMV, que arrojó como resultado que, durante el período comprendido entre el 1° de septiembre y el 30 de noviembre de 2009, la totalidad de los fondos de pensiones obligatorias “realizaron 100 operaciones sobre 3 especies diferentes en renta variable, todas de baja liquidez, incluyendo la de QQQ (...) y se observó que en la mayoría de los casos las compras de acciones de diferentes emisores por parte de dichos fondos se realizaron con vocación de permanencia y que en la mayoría de los casos, gran parte de las acciones compradas se mantuvieron dentro de sus portafolios a lo largo del período analizado”.

7.3 La posición de esta Sala, producto del análisis conjunto de los elementos de juicio evidenciados y su pronunciamiento frente a los argumentos de la recurrente identificados en los subnumerales i) a vii) del capítulo 5 de este documento.

La Sala de Revisión acoge las conclusiones del a quo sobre la responsabilidad institucional que corresponde a ING por la conducta de manipulación de la acción de QQQ durante el período investigado y comparte que se manipuló el precio de la acción de QQQ para generar una baja en su cotización. Advierte, así mismo, que ING reconoce que las operaciones sobre la especie QQQ se realizaron dentro de la órbita de atribuciones y funciones de su Gerente de Inversiones Locales, que tuvieron lugar dentro de una estrategia táctica de corto plazo de la sociedad, pues se trató de “actuaciones que responden a diferentes condiciones de mercado y a la estrategia de inversión (...) La venta de las acciones de QQQ en las fechas y en los valores indicados en los registros que obran en la investigación responde forzosamente a la estrategia de gestión del portafolio seguida consistentemente por ING”.

Comparte también la motivación de la providencia recurrida sobre las circunstancias de tiempo y modo en que se desarrolló la conducta y sus conclusiones sobre las consecuencias e impacto que generó para la integridad y correcto funcionamiento del mercado y, concretamente, para los sujetos de interés involucrados o afectados directa o indirectamente con la infracción.

A su juicio, los elementos, características y patrones descritos en el numeral 7.2 de esta providencia, analizados conjuntamente, son manifestaciones inequívocas y objetivadas de la conducta reprochada.

En efecto, como se indicó en el apartado 7.2.1 de esta providencia, la información contenida en los registros de la Bolsa de Valores de Colombia sobre el comportamiento histórico de los precios de negociación de la especie QQQ, evidencia que antes del 24 de septiembre de 2009, cuando ING optó por tomar posición en dicho activo, los precios de cierre y de valoración de tales acciones fueron más bajos en cuatro períodos de corte de ese mismo año.

En ese sentido, en cualquiera de esos cuatro momentos ING hubiera podido tomar posición sobre dicha especie a un precio más bajo de aquel al que finalmente adquirió, máxime cuando siempre sostuvo haber

permanecido “*expectante del comportamiento de la acción*”.

Ahora bien, si como ING lo sostiene en su defensa, la compra de acciones de ING respondió a una decisión táctica en la que se buscaba disminuir la brecha con el referente y la “gestión activa de dicha posición se realizó tomando riesgos de mercado, mediante el aumento y disminución de la exposición al activo y la asunción del riesgo de variación en el precio de la posición” (subrayados extra textuales), es razonable concluir que lo apremiante para estos fines era tomar posición sobre la especie que nunca antes tuvo, con independencia de la cantidad de títulos, para aguardar entonces un momento posterior para incrementarla, “*asumiendo el riesgo de valoración del precio*”.

Llama igualmente la atención del ad quem en este último punto que la investigada pretenda hacer notar que 27.372 acciones de QQQ constituían un número importante de títulos para reducir el riesgo de divergencia con otros fondos de pensiones, varios de los cuales, mucho antes del 24 de septiembre de 2009, tenían en su portafolio millones de dichos valores.

Si con la compra del indicado paquete de acciones ING buscaba, como ha indicado con insistencia, cerrar la brecha con los fondos competidores, no hay explicación razonable sobre las circunstancias que la indujeron a presionar a la baja el valor de las acciones y a liquidar a pérdida, mediante la operación de venta del 30 de noviembre, muy buena parte de su posición en dicho activo, pues con ello estaría abriendo nuevamente la brecha con el benchmark. Al respecto, se observa que los otros fondos de pensiones, concretamente los que tenían mayor exposición en la especie, no vendieron títulos en la misma época.

De otro lado, la entidad recurrente expresa su desacuerdo con que el a quo comparara el precio del paquete accionario adquirido el 24 de septiembre de 2009 con los precios “promedio” de cierre y de valoración en los años 2007, 2008 y hasta el 23 de septiembre de 2009 y manifiesta que los “precios promedio” no son determinantes para establecer si una inversión está o no justificada.

Sobre el particular, la Sala destaca que de la lectura de la resolución recurrida se concluye que el a quo hizo ejercicios de comparación entre el mencionado precio de adquisición del paquete accionario y los precios promedio de valoración y de cierre, a distintos cortes, procedimiento que encuentra válido y técnicamente sustentable. Al responder el pliego de cargos (folios 21 y 22), ING usó la misma técnica, refiriéndose a los “precios promedio” de valoración de la especie, para períodos anuales comprendidos entre los años 2007 y 2011. No hay razón entonces para que desconozca ahora en el recurso de apelación un método válido de análisis de la información, que la misma sociedad utilizó en su defensa en momentos anteriores del proceso y del que vuelve a servirse en el propio recurso de apelación, aunque utilizando cortes diferentes.

Por demás, con independencia de la agregación de períodos para calcular una información a una determinada fecha de corte, lo relevante,

para mantener la certeza y confiabilidad del análisis, es que los datos sean válidos individualmente considerados, aspecto éste último que la recurrente no discute.

En este sentido, el ad quem observa que ING, al calcular en el recurso los “precios promedio” de cierre de la especie a cortes menos extensos de los utilizados por el a quo, incurre en la imprecisión metodológica de tomar el último precio de cierre de cada operación para replicarlo en días en los cuales no hubo transacciones sobre los títulos, circunstancia ésta que distorsiona los resultados y en la cual sí reparó el a quo, quien, al hacer el cálculo, sólo tomó en cuenta los precios de aquellos días en los cuales se calzaron operaciones.

Todo cuanto aquí se ha resaltado permite concluir, en síntesis, que con la adquisición del varias veces mencionado paquete de acciones de QQQ el 24 de septiembre de 2009 no se aprovechó una oportunidad de negocio, como lo expuso ING en su defensa, y lo reitera en el recurso.

Adicionalmente, ING argumenta que adquirió las acciones de QQQ el 24 de septiembre de 2009, porque sólo en esa fecha logró la profundidad (volumen) requerida para tomar posición en dicha especie. Sobre el particular, es pertinente señalar que no resulta técnicamente justificable sustentar una supuesta falta de profundidad en el mercado tomando en cuenta solo los volúmenes efectivamente transados, como lo hizo ING en el recurso de apelación, pues las ofertas disponibles dentro de las ruedas de negociación no necesariamente se calzan todas. Es decir, la profundidad del mercado no deriva del volumen de acciones efectivamente negociadas, sino del volumen de acciones ofrecido en el sistema de negociación.

Llama la atención de la Sala que no obra prueba en el expediente que acredite la existencia del cupo de emisor en el momento en que se compraron los títulos, ni se observó gestión alguna dirigida a generarlo no obstante el interés, la “expectación” y el continuo seguimiento que, aduce ING, tenía sobre los movimientos de la acción de QQQ, para reducir la brecha con sus competidores.

También encuentra especialmente relevante destacar el comportamiento asumido en particular por uno de los agentes de ING, después de adquiridos los títulos, primero solicitando repetidamente a la Superintendencia Financiera que actuara para que los precios de la especie QQQ se ajustaran a la baja y luego, ante el fracaso de dicha fórmula, ejecutando una secuencia de operaciones, ya descrita en esta Resolución, con negociaciones siempre a la baja e incluso generando pérdidas para los portafolios de pensiones que administraba, resultados que, además, como se desprende de las grabaciones telefónicas que obran en el expediente, dicho agente buscó abierta y explícitamente. No hay tampoco razonabilidad financiera en vender a un precio menor a aquel al cual se adquirió el título, máxime cuando la conducta es sistemática y continuada.

Contrario a lo manifestado por el recurrente, no es este pues el caso en

que un agente de un fondo de pensiones hace seguimiento y comparación con sus competidores en el mercado, lo que por demás es completamente válido y usual. Esos comportamientos descritos, que no se compadecen con las reglas de la experiencia, de la lógica y la razón, sumados a la información que objetiva e inequívocamente arrojan los mencionados log de auditoría sobre los patrones descritos en las operaciones celebradas, evidencian un evento de manipulación producto de hacer explícita, como lo indicara el a quo, *“una relación causal muy estrecha y próxima –inequívoca- entre la baja artificial de los precios y el obrar uniforme y sostenido de algunos de los agentes de ING, en búsqueda de dicha situación, que a la postre se concretó”*.

Tales prácticas no encajan, ni pueden explicarse, dentro de ninguna de las formulaciones teóricas para la gestión de portafolios citadas por el recurrente, todas las cuales, independientemente del mayor o menor refinamiento técnico en que se sustenten, persiguen, no un *“falso deseo”*, como se indica en el recurso, sino un común denominador, como principio universal: maximizar las ganancias mediante la diversificación de portafolios y la minimización de riesgos, objetivos que ING desatendió, al optar por adquirir un activo a precios más altos de los que ofrecía el mercado.

La información oficial analizada descarta igualmente la tesis del recurrente según la cual, si el precio al que transó hubiera sido artificialmente bajo, una vez la Compañía *“se retirara”* del mercado, la acción hubiera vuelto a subir (lo que a su juicio no ocurrió). En efecto, como se indicó, un día hábil después de la venta de las 13.000 acciones, el precio empezó a repuntar de nuevo y así continuó hasta finalizar el año 2009, e incluso durante el primer semestre de 2010. Una situación similar se había presentado entre los días 19 y 27 de noviembre, cuando ING dejó de operar, pues como lo demuestran los log de auditoría de la especie, la tendencia a la baja se revirtió y el precio del valor empezó a repuntar, de suerte que es imperativo concluir que la manifestación del recurrente en el sentido de que la acción no repuntó una vez él dejó de intervenir es contraria a la realidad.

Desde luego, para la Sala es determinante aclarar que muchas de las actividades, negocios y ejecutorias que para efectos de este proceso disciplinario deben analizarse en conjunto, devienen completamente válidas, usuales y hasta necesarias para el adecuado funcionamiento de los negocios, si se las considera de manera aislada o individual, o en contextos distintos a los aquí registrados y valorados. En efecto, prácticas o situaciones como el benchmarking, el ingreso de posturas de compra y de venta cerca del cierre de la sesión o su retiro en las mismas circunstancias, el mantener portafolios *under weight* u *over weight* en relación con determinada especie, el comprar o vender cuando se presenten oportunidades de negocio, el que una determinada operación arroje una pérdida, etcétera, no son prohibidas, ni ilegales, ni constituyen por sí mismas eventos de manipulación, pero al considerar la forma como se realizaron en conjunto, el efecto que generaron en el mercado y el comportamiento de sus agentes *“dentro de los límites de sus funciones”* permite inferir una conducta de la investigada contraria a las normas que se le endilgan violadas.

Con esa misma lógica, cuando en la resolución recurrida se indicó que los fondos de pensiones generalmente realizan inversiones en el largo plazo y que no es usual encontrarlos ingresando puntas de compra y de venta sobre una misma especie durante una sesión de negociación, fue para afirmar la idea de que, en el contexto de la actuación disciplinaria que nos ocupa, ING se sirvió del mecanismo de poner reiteradamente (y siempre de primera) puntas de compra o venta a precios más bajos, transmitiendo al mercado la impresión de que el precio de QQQ tenía esa vocación a la baja, percepción que se tornaba en tendencia entre los operadores, quienes por demás, por cuenta de que el sistema es ciego, no podían percibir que las puntas de compra y venta registradas en los sistemas de negociación, provenían de un mismo ordenante¹⁰. En consecuencia, el hecho que la resolución recurrida haya enfatizado en la forma como proceden normalmente los fondos de pensiones, no significa que, atendiendo a otras circunstancias, se reitera, distintas a las que se abordan en este proceso, no puedan eventualmente ese tipo de operadores tomar, por ejemplo, una determinada posición a corto plazo.

Finalmente, no comparte la Sala la tesis del recurrente según la cual la demostración de la conducta de manipulación presupone la existencia de un móvil, ni considera válido para desvirtuar los cargos su empeño en demostrar que la rentabilidad de ING frente a la industria no se vio afectada como consecuencia de la “desvalorización” de la acción de QQQ. El aspecto de las rentabilidades no desvía la consideración de fondo sobre si existió o no la conducta de manipulación. No se requiere para considerar que hubo manipulación del precio de una acción la prueba de un móvil para que se concrete la conducta censurada, como tampoco es requerido que la conducta derive en provecho para el agente que la origina.

En todo caso, como quiera que el recurrente acusa las conclusiones a las que llegó el a quo en relación con dicho cálculo de rentabilidades (que se hizo como una obiter dictas o argumento complementario de la resolución, pues también fue claro en la primera instancia que la verificación de la conducta no supone una comprobación de los beneficios económicos que con ella se obtengan potencialmente), conviene aclarar que los datos analizados en la resolución recurrida no fueron las rentabilidades del año corrido (YTD), sino las rentabilidades acumuladas aportadas por ING vs las rentabilidades acumuladas publicadas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Se verificaron los datos de rentabilidades acumuladas aportados por ING en la respuesta al pliego de cargos y se verificó que coinciden con los publicados por dicha Autoridad de Control.

En síntesis, el examen crítico y conjunto de los elementos de juicio descritos, pone en evidencia la existencia de la infracción reprochada a ING. Cada uno de ellos constituye, no una prueba directa, como lo sostuvo AMV en la instrucción del proceso, sino un hecho indicador de la conducta de

¹⁰ No puede sostenerse, en esas condiciones, que no se afectó “la libre” formación de precios de la especie QQQ, como se indica en el recurso de apelación.

manipulación, que se deduce por la estrecha conexión y convergencia entre los mismos.

7.4 Pronunciamiento frente a los argumentos de la recurrente, identificados en los subnumerales viii) y ix) del capítulo 5 de este documento.

7.4.1 Sobre la supuesta ausencia de responsabilidad de la persona jurídica.

A juicio de ING, no hay prueba en el expediente que acredite su responsabilidad institucional por la realización de las conductas reprochadas. Para la apelante, en efecto, i) no hubo directrices o instrucciones corporativas a los agentes de la compañía para la realización de las operaciones reprochadas, menos aún para manipular el precio de las acciones de QQQ, ii) los elementos “sicológicos” y de “intencionalidad” que “envuelven la culpabilidad”, no son predicables, ni pueden evidenciarse en las personas jurídicas, iii) a AMV le corresponde demostrar que la actuación de ING fue intencional o deliberada.

Sobre el particular, proceden las siguientes consideraciones:

La capacidad de infracción y consecuente necesidad de disciplina de las conductas de las personas jurídicas encuentra sustento en la teoría orgánica, de acuerdo con la cual el accionar de los agentes de la persona jurídica representa, en sí mismo, el actuar de aquéllas. Los agentes de las sociedades se consideran sus órganos y su voluntad es la de las personas jurídicas propiamente dichas¹¹.

Parte importante del análisis sobre la responsabilidad disciplinaria de las personas jurídicas pasa por averiguar, sin embargo, cómo opera en ellas el

¹¹ El ordenamiento jurídico colombiano reconoce expresamente voluntad a la persona jurídica, cuando actúa por conducto de sus órganos o agentes.

En efecto, el artículo 604 del Código Civil prescribe que “los actos del representante de la corporación, en cuanto no excedan de los límites del ministerio que se le ha confiado son actos de la corporación; en cuanto excedan de estos límites sólo obligan personalmente al representante”.

La Corte Suprema de Justicia, en su Sala Civil, en reiteradas jurisprudencias, ha reconocido también la capacidad de obrar de la persona jurídica y la responsabilidad en que incurre por actuaciones ilícitas o desviadas:

Al respecto, ha manifestado que son “responsables de los actos ilícitos cometidos por sus agentes en el ejercicio de su función o cargo. La responsabilidad (...) de las personas jurídicas se desprende como una lógica consecuencia de la real y amplia capacidad de obrar, reconocida por el derecho a estas personas o entidades colectivas”. Ha expresado también que “si la entidad jurídica puede adquirir por medio de sus representantes, debe también ser capaz de obligarse” (Sentencias del 29 de mayo de 1942, 26 de mayo de 1944, 6 de junio de 1945 y 30 de septiembre de 1946, citadas en el texto “Responsabilidad penal de las personas jurídicas”, Sánchez Raúl Eduardo, Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez, 2005, pág. 118).

De igual manera, la Jurisprudencia Civil ha reconocido que la responsabilidad que asume la persona jurídica por el hecho de sus agentes es de naturaleza directa. En efecto, expresó que “Esos agentes, cualquiera que sea su denominación y jerarquía, al accionar sus funciones, carecen de toda personalidad; sus actos no son por tanto personales suyos, sino de la persona moral, directa y exclusiva, lo mismo cuando el daño se produce en el ejercicio regular de la función, que cuando solamente lo ha sido con ocasión de ella” (Casación Civil del 18 de octubre de 1950).

elemento subjetivo de la conducta (culpa).

Sobre el particular, la doctrina de esta Sala¹² ha reconocido que la culpa es, en efecto, el título de imputación en el ámbito del Derecho Disciplinario y, que carece de respaldo constitucional la imposición de sanciones administrativas o disciplinarias de plano, sustentadas con fundamento exclusivo en la simple verificación de una conducta. Ha expresado que resulta indispensable que el fallador en el proceso disciplinario analice la culpa del sujeto autorregulado ante el incumplimiento de un deber u obligación legal o reglamentaria para poder deducir su eventual responsabilidad disciplinaria, independientemente de si el sujeto pasivo es una persona natural, o una jurídica.

¿Cómo verificar entonces la culpabilidad de una persona jurídica, dentro de una actuación disciplinaria, atendiendo a que estos sujetos carecen de discernimiento y a que falta en ellos el elemento volitivo para realizar la acción antijurídica? ¿Basta la comprobación de la culpabilidad del órgano para deducir la de la persona jurídica?

La jurisprudencia y doctrina comparada y nacional presta un importante auxilio para resolver estos interrogantes.

El Tribunal Supremo de España, en fallo del 30 de enero de 1991, precisó sobre el particular que *“el dolo o la culpa como elementos de la infracción administrativa, no deben entenderse como actos de voluntad directamente referidos a la vulneración de la norma que define el tipo de falta (...) No es que se quiera vulnerar la norma, sino que se quiera realizar el acto que la norma prohíbe”*.

En sentencia del 3 de mayo de 1993, esa misma Corporación expresó que *“(...)La doctrina expuesta no supone una preterición de los principios de culpabilidad o de imputación, sino su acomodación a la eficacia de la obligación legal de cumplir las medidas de seguridad impuestas a las empresas, deber que arrastra, en caso de incumplimiento, la correspondiente responsabilidad para el titular de las mismas, aunque tenga su origen en la actuación de los empleados, responsabilidad directa que cobra mayor sentido cuando el titular de la empresa es una persona jurídica, constreñida por exigencias de su propia naturaleza, a actuar por medio de personas físicas”*.

El tratadista Rebollo Puig sostiene que *“la regla general de la que debe partirse es la de que las empresas pueden ser sujetos activos de infracciones propias por consecuencia de acciones de sus empleados y que, además, ello supone normalmente su culpabilidad. Esto último, no obstante, puede ser desvirtuado probando una diligencia completa en el cumplimiento del deber, o que el trabajador actuó contraviniendo abiertamente las instrucciones del empresario, sin posibilidad de control por parte de éste. Nótese que esta expresión se sitúa en el terreno de la*

¹² Ver ampliamente la Resolución 8, del 8 de noviembre de 2010, donde además se hizo mención a la doctrina establecida por la Jurisprudencia Constitucional colombiana en relación con la necesaria aplicación de la responsabilidad subjetiva (con culpa) en el ejercicio de la actividad sancionatoria, como expresión del debido proceso.

culpabilidad. Si, finalmente, no se le impone sanción, no será porque se considera que el infractor sea el empleado o que éste deba responder de la infracción ajena, sino porque no concurre la culpabilidad en la empresa”¹³. (Subrayados fuera del texto original).

Nieto García, ha expresado en este punto que “en el ámbito del derecho disciplinario se encuentra la figura del ‘garante’, que permite explicar satisfactoriamente la responsabilidad de las personas jurídicas: éstas, en efecto, deben garantizar el cumplimiento de las obligaciones de sus agentes, de tal manera que las infracciones por ellos cometidas implican un correlativo incumplimiento de las obligaciones del garante, que justifica la responsabilidad de éste. (...) si la persona jurídica se beneficia de todos los actos provechosos realizados por sus órganos, igualmente debe responder de todos los actos perjudiciales (...). El responsable ha de ser único en todo caso y será la persona jurídica si es que se ha beneficiado de los efectos favorables del hecho, independientemente de que la persona física haya actuado con órdenes expresas o sin ellas. Aunque también es verdad que puede surgir la responsabilidad personal de las personas físicas en los siguientes supuestos: cuando han obrado bajo decisión propia o cuando han obrado con responsabilidad independiente, es decir, sin imputar sus actuaciones a la persona jurídica”. Expresa, por último, el mencionado autor que si el agente ha obrado “(...) por causa de dolo o culpa rigurosamente personal, desobedeciendo las instrucciones de la empresa y eludiendo su vigilancia, no menos claro es que la situación cambia y que se está haciendo responsable a una persona (jurídica) por hechos jurídicamente ajenos”¹⁴. (Subrayados fuera del texto original)

La doctrina nacional¹⁵ expresa sobre el particular que “la culpabilidad alcanza a todos los sectores del derecho sancionador, tanto en las personas físicas, como jurídicas. Sin embargo, esto no impide que el postulado se aplique de manera diferente. En el ámbito de las personas morales se puede ser responsable por la simple atribuibilidad de la conducta tipificada como infracción, a título de dolo o culpa (...) si infringen el derrotero de la normativa, incurrir en infracciones a las que deben responder”.

Entiende la Sala que el estudio sobre la responsabilidad disciplinaria de ING por las conductas celebradas por sus agentes, no puede reducirse a verificar si existe culpa institucional, entendida como elemento psicológico, pues es obvio que las personas jurídicas por sí mismas, carecen de aptitud reflexiva y de capacidad de discernimiento y de auto determinación. Si optara por ese camino, se propiciaría un escenario de irresponsabilidad general de las personas jurídicas en materia disciplinaria dentro del esquema de autorregulación en el mercado de valores, lo que obviamente es inaceptable. Sin embargo, tampoco puede dejar de reconocer que la aplicación irrestricta de la tesis según la cual el hecho de

¹³ Rebollo, Puig Manuel. Derecho Administrativo Sancionador, Lex Nova, pág. 766.

¹⁴ Nieto García Alejandro, Derecho Administrativo Sancionador, Tecnos, Pág. 360.

¹⁵ Ossa Arbeláez Jaime, Derecho Administrativo Sancionador, Legis, pág 405.

los órganos compromete directamente la responsabilidad de la persona jurídica, supondría una imputación disciplinaria de tipo objetivo en contra de la persona jurídica, con compromiso a su debido proceso y en contravía de la Jurisprudencia Constitucional.

Por esa razón, y aunque reitera su doctrina según la cual *“la imputación de responsabilidad disciplinaria en este ámbito procede a partir del momento en que es desatendida o transgredida una norma por parte de un sujeto disciplinable (...) atendiendo a que el Reglamento de AMV dispone que el proceso disciplinario tiene como finalidad determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable”* (Resolución 8, del 8 de noviembre de 2010, ya mencionada), la precisa ahora en el sentido de indicar que para deducir responsabilidad institucional no basta con sostener, como si se tratara de un axioma, que la voluntad expresada por la persona natural mediante un comportamiento o acción, es la voluntad (o el hecho mismo) de la persona jurídica. Esa forma de razonar, se insiste, compromete el núcleo esencial del debido proceso de la corporación investigada. La acción del agente no conduce de por sí a la responsabilidad disciplinaria automática del ente corporativo.

A juicio del *ad quem* las personas jurídicas son capaces de acción y en general, responden disciplinariamente por los hechos de sus agentes, cuando obran dentro del ámbito de sus competencias, porque esas actuaciones realizadas dentro del límite de la capacidad delegada por la entidad son las suyas propias. Sin embargo, entiende que la culpabilidad de sus órganos no acarrea, de suyo, la culpabilidad de la corporación. Su responsabilidad no puede convertirse en un accesorio de la responsabilidad del órgano o agente o en su consecuencia inequívoca. Además de la culpabilidad de éstos últimos, es necesario acreditar entonces la culpabilidad de la persona jurídica en sí misma considerada.

Para el efecto, no se acude a la concepción psicológica de la culpa, como ocurre con las personas naturales, sino que resulta necesario que, en cada caso en concreto, se analice el grado de participación, por acción u omisión de la persona jurídica, en la conducta desplegada por sus órganos y, con ello, se valoren aspectos como la autonomía del agente al ejecutarla, los controles corporativos para asegurar el cumplimiento de la ley por parte de sus funcionarios en la celebración de los distintos negocios sociales, la posibilidad de que la corporación evitara la conducta, su reacción institucional y eventual reproche frente a su ocurrencia, el potencial beneficio corporativo que hubiera podido generarle, entre otros.

A continuación, la Sala se referirá a dichos aspectos, para definir si le asiste o no responsabilidad disciplinaria a ING por las conductas reprochadas, realizadas por sus agentes.

En primer lugar, interesa destacar que las operaciones fueron realizadas por un agente, aprovechando sus atribuciones reglamentarias para la compra y venta de valores. De igual manera, se hicieron para dicha Compañía, a través de sus canales e instrumentos habituales de negociación y dentro de las estrategias de negocios como lo reconoce ING en el recurso de apelación.

En efecto, las operaciones reprochadas fueron realizadas por conducto de uno de los agentes de ING: el Gerente de Inversiones Locales de la entidad.

El *“Reglamento de Operación de la Mesa de Negociación- ING Pensiones y Cesantías S.A.”*¹⁶, expresamente consignaba las siguientes funciones a cargo del Gerente de Inversiones Locales de la Entidad para la época de ocurrencia de los hechos investigados: i) La *“Dirección de la mesa de inversión”*, que comprendía a su vez, entre otras responsabilidades, la *“definición de estrategias de inversión para los portafolios administrados”* y la de *“coordinar con el equipo de trabajo la ejecución de las decisiones adoptadas por el Comité de Inversión, considerando la normativa legal vigente, así como las políticas internas de riesgos definidas para cada caso”* y ii) la *“negociación de inversiones (compra y venta)”*.

El órgano corporativo, representado en la Gerencia de Inversiones Locales de ING tenía a su cargo responsabilidades de orden estratégico en materia de inversiones para la compañía y estaba además habilitado para negociar y transar directamente, en su nombre, dentro de ese ámbito, asunto que ha reiterado ING en su escrito de apelación.

En consecuencia, el mencionado órgano de ING estaba habilitado por reglamentos internos de la sociedad para celebrar las negociaciones reprochadas y así procedió efectivamente, actuando dentro de las funciones y límites atribuidos por la sociedad a dicho agente.

Por conducto de dicho órgano, ING hizo, según se indicó en su momento, también un seguimiento continuo a la evolución de los precios de QQQ y a la incidencia de sus variaciones en los portafolios de los demás fondos, particularmente los de DDD S.A., por su mayor exposición en dicho activo. A través de dicho agente, la persona jurídica tomó posiciones en la mencionada especie, según su dicho, *“dentro de sus estrategias de inversión y de gestión activa del portafolio”*, para *“reducir el riesgo de divergencia”*, por *“razones tácticas”*, *“para generar alpha”*, *“respondiendo a oportunidades de mercado”*, según lo expresa ING. El agente no actuó pues en búsqueda de propósitos particulares, sino en procura del aprovechamiento corporativo de ING.

Tampoco se sirvió de herramientas desconocidas o desautorizadas por la compañía para la realización de las operaciones, pues operó a través del vehículo institucionalmente habilitado para el efecto: el enrutador de órdenes de CCC S.A. Está demostrado en el proceso que el mencionado órgano social disponía y manejaba sus claves de acceso.¹⁷ No hubo entonces un actuar clandestino o fraudulento del agente para la realización de las operaciones, las cuales se hicieron a la vista de la entidad y con los insumos de que ésta disponía para ese propósito.

¹⁶ Que obra a folios 010 a 013 de la carpeta de pruebas conjunta original 01-2010-185, 02-2010-186 y 01-2010-187

¹⁷ Folios 280, 391 (archivos xxx_xxxx_AV_D2FB y xxx_xxxx_WAV_D2FA) y 214 de la carpeta de pruebas.

No se advierte tampoco que el funcionario que realizó la operación hubiera actuado desatendiendo instrucciones o evadiendo la vigilancia o el control de la compañía. Todo lo contrario, a lo largo del proceso la inculpada defendió la regularidad de las operaciones, manifestando que tuvieron lugar dentro de las políticas y manuales de la sociedad en materia de integridad de mercados.

En los escritos de defensa, al aludir a las operaciones reprochadas, la investigada reconoce haberlas celebrada ella misma y las justifica siempre desde lo institucional. En el recurso de apelación, por ejemplo, aludió permanentemente a expresiones como *"ING, a través de sus agentes, no afectó la libre formación de precios"*; *"ING concurrió al mercado a través de los sistemas de negociación y celebró operaciones reales de compra y venta de acciones"*; *"la compra que ING hizo de 27.372 acciones de QQQ (...) respondió a una oportunidad de mercado"*; *"De ahí el interés de ING de hacer seguimiento permanente a su desempeño frente a los demás fondos de pensiones"*; *"ING no impuso un precio al mercado, ni alteró la percepción espontánea de los demás operadores sobre la justicia y razonabilidad de los precios de QQQ"*, *"Si ING pudo operar las acciones de QQQ, ello significa que existió otro agente dispuesto a realizar un intercambio al precio establecido"*, etc.

Tampoco encuentra la Sala que en los estamentos internos de control de la Compañía se hubiere hecho seguimiento a la dinámica, patrones y efectos de las operaciones censuradas; por el contrario, lo que se percibe, se insiste, es el pleno respaldo institucional frente al actuar de su agente.¹⁸

Son pues varias las circunstancias que permiten concluir que las operaciones reprochadas se inscriben dentro de la esfera corporativa de ING y que no son el resultado de comportamientos autónomos del funcionario que las concretó. Desde luego, no se requiere de la prueba de una directriz o instrucción específica de la Entidad hacia su agente *"de operar sobre la especie en determinado sentido"*, tal como indica la

¹⁸ En este punto vale la pena comentar que, incluso en ámbitos tan garantistas y, por ello, formalistas, como el del Derecho Penal, se acepta la responsabilidad de las personas jurídicas en el entendido de que ellas *"(...) tienen el deber de asegurarse de que las actividades que se desarrollan en su interior son conforme a Derecho. Por tanto, el estándar de responsabilidad para las corporaciones se traduce en la calidad de los esfuerzos organizativos sistemáticos de promocionar el cumplimiento del Derecho"* (Ver al respecto Gómez Jara, Carlos, en *Fundamentos modernos de la culpabilidad empresarial*, Universidad Externado de Colombia, 2011).

En ese mismo escenario del Derecho Penal Corporativo, también ha indicado la doctrina que *"A la persona jurídica no se la sanciona por el hecho individual, sino por la falta de cuidado en un momento anterior que hubiere podido evitar el hecho delictivo"* (Ver Silvana Bacigalupo, en *Responsabilidad Penal de las personas jurídicas*, De Palma Editor, 2001).

En esta misma materia, la Corte Constitucional colombiana, en sentencias C- 320 de 1998 y C- 843 de 1999, después de reconocer que la responsabilidad penal de las personas jurídicas exige que se acredite el nexo entre la conducta del agente y la actividad de la empresa, y recalcando que la esencia de ese especial régimen de responsabilidad es la omisión de control corporativo sobre el actuar de sus agentes, destaca que *" (...)las fallas que en este sentido se presenten - no obstante la existencia de medios, órganos y mecanismos legales y estatutarios idóneos jurídicamente para deliberar, decidir, reaccionar y corregir los distintos cursos de la acción social -, pueden ser tenidos en cuenta por el legislador para asignar, cuando ello sea posible, responsabilidad penal al mismo ente societario, sin perjuicio de su responsabilidad patrimonial y de la responsabilidad también penal que se pueda deducir a sus gestores"*.

recurrente. Como se ha manifestado, el agente actuó dentro de las atribuciones contenidas en los reglamentos de la Compañía, y lo hizo en representación de la entidad. Actuó en su nombre y con pleno conocimiento de la persona jurídica. No se requería entonces de la refrendación específica de unas potestades con las que el órgano ya contaba por reglamento, aunque ella, ex post, terminara dándose por la vía de la defensa corporativa para afirmar la regularidad de las operaciones, a lo largo de todo el debate disciplinario, según se explicó.

A juicio de la Sala, los efectos disciplinarios de la vinculación e interdependencia ya explicadas entre ING y el hecho de uno de sus agentes se hacen extensivos incluso frente a conductas que, como las imputadas, requieren de dolo o intención por parte del sujeto activo. Cuando, como ocurre en este caso, el actuar del agente está tan estrechamente ligado con el curso corporativo, ese accionar deliberado y consciente del primero, que se objetiva en el presente caso en la celebración de operaciones con las características y patrones ya mencionados en esta Resolución, no puede menos que comunicarse a la persona jurídica, haciéndola responder, dada esa conexidad, por la conducta de manipulación, sin perjuicio, obviamente, de las responsabilidades individuales que dicho agente deba asumir, de ser el caso.

7.4.2 Sobre la supuesta violación al principio de proporcionalidad

Argumenta la entidad recurrente que la sanción impuesta en su contra desatiende el principio de proporcionalidad porque, en esencia, a su juicio, i) no hay sustento probatorio que acredite que ING haya tenido dominio de la acción reprochada, ni que haya impartido instrucciones dirigidas a celebrar las operaciones glosadas, ii) la sentencia de primera instancia desconoce su comportamiento libre de antecedentes disciplinarios y ajustado “en todo” al ordenamiento legal, y iii) con su intervención sobre la acción de QQQ, “el interés jurídico tutelado de eficiencia en el mercado no se vio afectado” y porque el efecto de la desvalorización en los portafolios de pensiones no solo no es imputable a ella, sino que “se corrigió por el método de valoración del portafolio” de manera que “el daño (...) solo se materializa cuando la posición se liquida”.

De igual manera, entiende que la decisión recurrida desconoce el mencionado principio de proporcionalidad porque i) no tuvo en cuenta la guía sancionatoria del Tribunal Disciplinario de AMV, vigente para el momento de ocurrencia de los hechos, ni guarda correspondencia con otras impuestas por dicho Tribunal, por conductas configurativas de abuso de mercado (cita para el efecto dos casos puntuales), advirtiendo también que la sanción impuesta “resulta desproporcionada si se compara con las demás sanciones institucionales a lo largo de la historia de la Cámara Disciplinaria de la BVC y el AMV”.

Sobre el particular, la Sala formula las siguientes consideraciones:

En primer lugar, en relación con el tema de la supuesta ausencia de prueba de la responsabilidad institucional de ING por la realización de las conductas reprochadas, remite a las consideraciones expuestas en los capítulos 7.3 y 7.4.1 de esta Resolución, donde se abordó el tema.

Con respecto al argumento según el cual la sanción impuesta en primera instancia sería desproporcionada porque los efectos económicos de la conducta solo se materializan cuando se liquida la posición de los portafolios, se destaca que, a partir del análisis de los precios de valoración publicados por INFOVAL, el Instructor del proceso determinó que la caída en el precio de la acción de QQQ en el mes de noviembre de 2009 representó una pérdida por valoración a precios de mercado cercana a \$168 millones para ING, \$299 millones para KKK, \$16.390 millones para FFF, \$20.604 millones para HHH y \$72.215 millones para DDD. Estas cifras, como tales, no fueron controvertidas en la instrucción del proceso, ni son desconocidas ahora en el recurso de apelación. La Sala tampoco encuentra objeción alguna a la fuente ni a la metodología utilizada por AMV para su cálculo. Dicha información se reputa entonces cierta y fidedigna para el proceso.

Esas cifras revelan un incuestionable impacto negativo para la industria, como consecuencia de la conducta imputada, al corte de noviembre de 2009, independientemente de si el mismo se mantuvo o no en los meses posteriores, materia ésta que no hizo parte de la investigación (como tampoco hizo parte de ella la verificación sobre la posible liquidación parcial de alguno o algunos de los portafolios administrados por los mencionados Fondos, luego de ocurridas las conductas).

Entonces, no obstante que las conductas reprochadas sí produjeron un impacto negativo para la industria, interesa reiterar también que, en general, frente a ese tipo de infracciones lo sancionable es la realización, per se, del acto tendiente a obtener el resultado esperado con la conducta, independientemente de si se produce o no un provecho económico. Es, por ello, una infracción que se sanciona aún en el grado de tentativa. La efectiva obtención de un provecho económico no condiciona la existencia de la conducta, ni la deducción de las correspondientes responsabilidades.

La manipulación, sin duda, es una conducta muy grave dentro del mercado de valores, toda vez que afecta su correcto funcionamiento al trastocar el adecuado proceso de formación de precios y, con ello, la confianza de los inversionistas representada en la merma de su credibilidad frente a la capacidad de aquél de asignar un precio justo de intercambio para los activos que en él se transan. Por ello debe reprimirse de forma suficientemente disuasoria, se insiste, más allá de que el resultado dañoso efectivamente se concrete o no.

Ahora bien, en relación con el presunto desconocimiento al principio de proporcionalidad vinculado a la eventual desatención de los precedentes disciplinarios de AMV, la Sala encuentra pertinente formular otras consideraciones:

En primer lugar, importa mencionar que la Guía para la graduación de sanciones de AMV es un documento que contiene sugerencias de carácter general y específico que pueden o no ser tenidas en cuenta por las Salas del Tribunal Disciplinario al momento de evaluar una conducta.

Esta Sala encuentra que, en la providencia recurrida, el a quo expresó en forma suficiente las razones por las cuales optó por la sanción que finalmente impuso, atendiendo las previsiones contenidas en el artículo 85 de los Reglamentos de AMV, según el cual, para determinar las sanciones aplicables, el Tribunal apreciará, entre otras, la gravedad de los hechos y de la infracción, los antecedentes del investigado y las demás circunstancias que a su juicio fueren pertinentes.

Registra también, por su parte, que como se concluyera en la decisión de primera instancia, no existe ningún precedente disciplinario en AMV, relacionado con la conducta de manipulación del mercado y comparte por ello la afirmación del a quo en el sentido de que la infracción reprochada *“no tiene par en los precedentes disciplinarios del Autorregulador”*.

No comparte entonces la tesis de la apelante según la cual existen otros precedentes disciplinarios más benignos por conductas relacionadas con abusos de mercado (concretamente por información privilegiada) que la primera instancia hubiera dejado de aplicar.

Sobre este último particular, convienen algunas precisiones adicionales:

- i) Si bien es cierto que las conductas de uso o divulgación indebida de información privilegiada y de manipulación son graves para el mercado, por afectar ambas su correcto funcionamiento, se identifican en Colombia como infracciones independientes y, por ello, se les ubica en preceptos normativos diferentes (literales b) y c), respectivamente, del artículo 50 de la Ley 964 de 2005).
- ii) En la presente actuación disciplinaria solo se imputó la comisión de la conducta de manipulación.
- iii) No es este el escenario para analizar, ni para emitir juicios de valor sobre las razones por las cuales la antigua Área de Supervisión de la Bolsa de Valores de Colombia no formuló cargos institucionales en el proceso 2004/16, por el uso de información privilegiada, al que alude la recurrente. No es apropiado que en las actuaciones disciplinarias se realicen ejercicios de comparación con otros procesos que de suyo suelen contener especificidades y contenidos distintos, como es apenas natural, máxime cuando no se enjuician las mismas conductas, por más similares o convergentes que ellas luzcan a priori.
- iv) El proceso 02-2008-98 al que también alude el recurrente no se relaciona con ninguna de las dos conductas mencionadas. Aborda temáticas muy distintas y también tuvo su propio discurrir, de modo que no resulta pertinente su cita para defender el debate sobre el

presunto incumplimiento al deber de proporcionalidad y al derecho a la igualdad dentro de la presente actuación disciplinaria.

- v) La Sala encontró que en la antigua Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia se adelantó una actuación relacionada, entre otras, con infracciones por manipulación del mercado. Fue un proceso de doble naturaleza: institucional, promovido contra una sociedad comisionista, y personal, contra ocho personas naturales. Mediante Resolución No. 37 del 14 de mayo de 1998 se puso fin a la etapa de juicio, imponiendo una ejemplar sanción institucional (multa) y varias medidas disciplinarias contra la mayoría de personas naturales vinculadas. No es pues inusual, como alega la recurrente, que en este tipo de conductas se reprima, de ser el caso, el actuar corporativo, previa deducción de las responsabilidades disciplinarias de esa misma naturaleza.

De igual manera, evidencia la Sala que en la actividad disciplinaria del mercado, a instancias de la antigua Superintendencia de Valores y, luego, de la Superintendencia Financiera, tampoco ha sido extraña la apertura de procesos contra personas jurídicas por abusos de mercado. Así, por conductas de manipulación, se encontraron registros de tres actuaciones disciplinarias de esa índole (una representó una sanción contra una Entidad, en primera instancia – Resolución No. 0618 del 18 de abril de 2008, luego revocada en segunda, en providencia del mes de marzo de 2010; otra culminó con sanción en firme, mediante Resolución No. 131 del 14 de julio de 1983 y, finalmente, la tercera concluyó con sanción en firme, mediante Resolución 0285 del 20 de mayo de 2002).

Abundan pues razones para concluir que en la primera instancia no se conculcaron los principios de proporcionalidad, razonabilidad, ni de igualdad, como lo indica la entidad recurrente.

A juicio del ad quem la sanción se impuso con apego a los criterios reglamentarios de AMV para la dosificación de las sanciones, los cuales en todo caso fueron suficientemente explicados y motivados en la resolución respectiva. De igual manera, según acaba de explicarse, tampoco se desatendieron precedentes sancionatorios sobre la misma conducta. Por el contrario, tal como se evidenció, la sanción impuesta va en la misma línea en que otras autoridades han orientado la represión disciplinaria de la conducta de manipulación.

La proporcionalidad y razonabilidad de una decisión disciplinaria no está determinada por su potencial drasticidad o levedad, sino por la eventual arbitrariedad en que pueda incurrir quien la impone, si se apartara de los fines que la medida persigue, o si la misma fuera desproporcionada frente a la conducta del inculpado, elementos ausentes en este caso, por las razones indicadas.

El principio de proporcionalidad en la actuación disciplinaria de AMV se determina mediante un juicio valorativo y de ponderación de las distintas circunstancias evidenciadas en este caso por la Sala de primera instancia, atendiendo las condiciones de tiempo modo y lugar que rodearon la

conducta infractora. La altura de la sanción que ella produjo, se insiste, está suficientemente explicada en la providencia apelada y a ella es propicio estarse, a no ser que fuera evidente, y no lo es, que su dosificación deviene desequilibrada, incongruente o irracional.

En relación con la dosificación de las sanciones, la doctrina ha establecido que *“la determinación de la pena es una actividad propia y autónoma del juez que conoce la causa, por medio de la cual efectúa en la sentencia la asociación entre los hechos plenamente demostrados y calificados en el proceso (...) con las normas (...) aplicables al hecho punible”*¹⁹.

Valga también a esta altura la reflexión de la doctrina en el siguiente sentido: *“la sanción es el producto logrado de una actividad sometida a diversos controles enmarcados dentro de los linderos propios de la razón, llamada a eliminar de este ámbito elementos irracionales e impredecibles y a tornar el proceso de individualización de la pena en una elaboración intelectual altamente controlable, predecible y debatible”*. La proporcionalidad y la razonabilidad de una decisión como la recurrida tienen como antítesis la arbitrariedad y ese elemento está completamente descartado en el proceso intelectual y en las decisiones explícitas de dicha providencia²⁰.

7.5. Sobre el recurso de apelación formulado por AMV

Atendiendo a que en el recurso de apelación interpuesto por AMV solamente se controvierte la proporcionalidad de la sanción impuesta en primera instancia, la Sala se remite a los argumentos expuestos sobre el particular en el numeral 7.4.2 de esta Resolución.

Conclusiones de la Sala de Revisión:

La Sala de Revisión se abstiene de incorporar como prueba los documentos aportados por la investigada con el recurso de apelación, toda vez que advierte que los elementos de juicio que analizó en la presente Resolución son suficientes para resolver de fondo la controversia.

Sin embargo, destaca enfáticamente que, cada vez que fuere necesario, en búsqueda de la verdad real y material en las actuaciones disciplinarias, decretará de oficio y autónomamente las pruebas que estime procedentes, con el fin de garantizar los principios constitucionales del debido proceso y el derecho de defensa, asegurando de esta forma una administración de justicia seria, imparcial, eficaz y oportuna, que debe ser

¹⁹ Posada Maya y Hernández Beltrán, citados en el documento *“Principio de proporcionalidad y Derechos Fundamentales en la determinación judicial de la pena”*- Plan de formación de la Rama Judicial- Escuela Judicial Rodrigo Lara Bonilla- Consejo Superior de la Judicatura, 2010.

²⁰ VELÁSQUEZ, Fernando. *Manual de Derecho Penal. Parte General*. Editorial Temis. 2004. P. 501.

el propósito fundamental del Tribunal y de AMV en el ejercicio de la importante misión asignada por los propios actores del Mercado de Valores en desarrollo de su facultad autorreguladora.

Por las razones expuestas en esta providencia al describir las características, patrones y demás circunstancias que sirvieron de marco a la celebración de las operaciones reprochadas, esta Sala considera válida la conclusión del a quo, de acuerdo con la cual la sociedad investigada incurrió en la conducta de manipulación de la especie QQQ.

Concluye también que la sanción impuesta a ING guarda simetría con lo acreditado en el expediente y con la gravedad de la conducta²¹, que comprometió la integridad y transparencia del mercado. A pesar de la inexistencia de antecedentes disciplinarios, lo cierto es que las conductas desplegadas, por las razones expuestas, van en contra de los postulados básicos de la administración profesional de recursos del público en un tema tan sensible como el dinero de las pensiones en Colombia.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, integrada por los doctores Pedro José Bautista Moller, su Presidente; Fernán Bejarano Arias y Teresita Arango Arango (miembro ad hoc de la industria), previa deliberación sobre el tema los días 11 de abril y 2 y 9 de mayo de 2012, por unanimidad,

RESUELVE:

ARTÍCULO PRIMERO: CONFIRMAR la decisión contenida en la Resolución No. 5 del 31 de octubre de 2011 de la Sala de Decisión "1" del Tribunal Disciplinario, que impuso a la investigada una sanción consistente en multa de quinientos (500) salarios mínimos legales mensuales vigentes, por el incumplimiento de lo previsto en el literal b), numerales i) y iv), del artículo 50 de la Ley 964 de 2005 y del artículo 48 del Reglamento de AMV.

ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR a **ING Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S.A.** 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.

ARTÍCULO CUARTO: ADVERTIR a **ING Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S.A.** que de conformidad con el parágrafo segundo del artículo 82 del Reglamento de AMV, el pago de la multa aquí

²¹ Se advierte, igualmente, que la sanción impuesta no desconoce ningún precedente en la materia, como lo sostuvo la sociedad recurrente.

ordenada deberá realizarse dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a aquel en que quede en firme la presente Resolución, mediante consignación en el Banco de Crédito Convenio N° 9008 titular Helm Trust AMV, el cual deberá acreditarse ante la Secretaría del Tribunal Disciplinario.

NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE

**PEDRO JOSÉ BAUTISTA MOLLER
PRESIDENTE**

**YESID BENJUMEA BETANCUR
SECRETARIO**