

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA - AMV -

TRIBUNAL DISCIPLINARIO

SALA DE REVISIÓN

RESOLUCIÓN No. 06

Bogotá D.C., 31 de mayo de 2012

NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: 01-2010-185
INVESTIGADO: JJJ
RESOLUCIÓN: SEGUNDA INSTANCIA

Decide la Sala los recursos de apelación interpuestos por **JJJ** y por el **AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA** (en adelante AMV) contra la Resolución No. 6 del 31 de octubre de 2011, por la cual la Sala de Decisión "1" del Tribunal Disciplinario de AMV impuso a aquél una sanción de suspensión de tres años y de multa de doscientos 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. 01-2010-185 contra JJJ, para lo cual le envió una solicitud formal de explicaciones bajo la consideración preliminar de que el investigado habría vulnerado los preceptos contenidos en las normas ya indicadas.

El inculpado presentó respuesta a la solicitud formal de explicaciones mediante escrito del 1º de febrero de 2011, que obra en el

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".

expediente².

AMV formuló el respectivo pliego de cargos el 10 de junio de 2011³. El investigado 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 JJJ interpusieron sendos recursos de apelación contra dicha decisión⁵, de los cuales se surtieron los traslados reglamentarios⁶.

El investigado 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 21 de marzo de 2012, en las instalaciones de AMV.

2. SÍNTESIS DEL PLIEGO DE CARGOS FORMULADO

A juicio del Instructor, JJJ "*celebró o participó en la celebración*" de un conjunto de operaciones, o en el ingreso de puntas de compra y venta, "*que tuvieron el propósito y efecto*" de obstaculizar la libre formación de precios de la acción de QQQ S.A. y de disminuir artificialmente el 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 III, por conducto del inculpado, 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 JJJ durante 3 de los 6 días en que se calzaron puntas generaron pérdidas a la entidad,
- iv) Las únicas operaciones celebradas durante los 6 días en que hubo operaciones fueron aquellas en las que JJJ fue comprador o vendedor,

² Folios 42 a 129 de la carpeta de actuaciones finales

³ Folios 139 a 224 de la carpeta de actuaciones finales

⁴ Folios 242 a 353 de la carpeta de actuaciones finales

⁵ Folios 464 a 466 y 467 a 502, respectivamente

⁶ Los pronunciamientos obran en los folios 513 a 522 y 523 a 531, respectivamente.

- v) III liquidaba posiciones a un precio menor al que otros operadores estaban dispuestos a operar.

A juicio del instructor, el propósito deliberado 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 el investigado mantenía una permanente comparación en materia de rentabilidad.

Sostuvo igualmente que el imputado, como Gerente de Inversiones Locales de III, era el encargado de ordenar o efectuar las compras y ventas de acciones que rutinariamente celebraba dicho Fondo. Era el implicado -dijo-, o su subalterna, quien utilizaba los códigos de acceso de los enrutadores de órdenes suministradas por CCC y otra firma comisionista, por estar habilitados para hacer uso de los mismos. Manifestó igualmente que el inculpado hacía un seguimiento continuo al resultado de las operaciones en acciones y a los efectos sobre la valoración de los portafolios de otros fondos, particularmente el de DDD S.A.

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 III, y ii) Resaltó que el único inversionista que actuó de manera continuada y reiterada durante ese período fue III, por conducto del investigado, en asocio con una subalterna, según su criterio.

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

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

El inculpado 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*”, de causar un daño al mercado y que la entidad, por su conducto, obró con una justificación económica legítima en la realización de las operaciones.

Manifestó, así mismo, que la posición competitiva de III 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 III 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, el área a su cargo 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 por la Gerencia a su cargo 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.

Así mismo, el imputado formuló algunos planteamientos relacionados con lo que denominó “*motivación antifibológica*” y ambigüedad en la formulación de los cargos en su contra. Indicó al respecto que los verbos “*celebrar, ingresar, coadyuvar, participar*” tienen connotaciones diferentes

en el marco de una actuación disciplinaria. En particular, sostuvo que esa supuesta ambigüedad le ha dificultado su defensa y, por ende, ha conculcado su derecho al debido proceso.

4. LA RESOLUCIÓN DE PRIMERA INSTANCIA

La Sala de primera instancia encontró acreditadas las conductas imputadas y dedujo responsabilidad disciplinaria contra el investigado.

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 el inculpado manifestó le asistía a Ill 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 con el respectivo cupo de emisor. Concluyó la Sala de Decisión que la compra de los mencionados títulos por parte de la Gerencia de Inversiones Locales de Ill constituía una herramienta valiosa y al mismo tiempo necesaria para que dicha Compañía pudiera influir en la determinación de su precio, jalonándolo a la baja con la gestión activa, repetida y uniforme del implicado, 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 Ill, por conducto del investigado, 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 el implicado 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 Ill 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 el Gerente de Inversiones Locales 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 más altos registrados apenas unos días antes de dicha operación), el inculpado 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 III.
- vi) Manifestó que el imputado tenía dominio pleno de toda la actuación y del objetivo perseguido con ellas, e indicó que tenía a su cargo responsabilidades de orden estratégico en materia de inversiones en III y que estaba además habilitado para negociar y transar directamente dentro de ese ámbito

También concluyó que en el expediente obra prueba de que el investigado tenía asignado a su cargo el uso del enrutador de CCC, a través del cual se realizaron las operaciones, y manejaba sus claves de acceso. Indicó que tales operaciones *"sólo podían concretarse por el imputado, o con su concurso, por su instrucción o, en todo caso, bajo su pleno conocimiento y responsabilidad"*.

Indicó que también está demostrado en el expediente el seguimiento continuo del imputado a la evolución de los precios de QQQ y a la incidencia de sus variaciones en los portafolios de los demás fondos, particularmente el de DDD, por su mayor exposición en dicho activo.

En fin, concluyó que el señor JJJIIa es responsable de la planeación y concreción de las operaciones reprochadas en la presente actuación disciplinaria y que *"su participación en los hechos investigados fue directa y decisiva desde la concepción misma de la conducta, hasta su efectiva puesta en práctica a través de patrones específicos de negociación, e incluso después, haciendo seguimiento del impacto que ella causara"*, y descartó entonces el planteamiento de la defensa sobre una supuesta anfibiología en la imputación de los cargos, al considerar que el pliego respectivo describió claramente los distintos niveles de vinculación de aquél, *"celebrando, instruyendo, o coordinando la*

celebración de las operaciones materia de reproche”.

5. LOS RECURSOS DE APELACIÓN INTERPUESTOS

5.1 El recurso interpuesto por el investigado.

El señor JJJ formuló, en síntesis, los siguientes planteamientos:

- i) Se opuso a las conclusiones de la Sala de Decisión, según las cuales III 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 III *“y que esta adquirió dado el posicionamiento relativo a su industria”*.
Frente a la conclusión del a quo según la cual III 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 su interés notorio 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 III, 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 Ill intervino por su conducto 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 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.
- 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 e investigado, 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 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 Consideraciones preliminares.

El investigado ha estructurado su defensa a lo largo del proceso (incluso ahora en el recurso de apelación) a partir de su reconocimiento de la ocurrencia de los hechos y de aceptar que las operaciones reprochadas fueron concretadas en la Gerencia de Inversiones Locales de Ill, para entonces a su cargo, "*dentro de la órbita de sus atribuciones y funciones*". Su desacuerdo se sustenta entonces frente a la valoración y calificación de dichos hechos por parte de AMV y del a quo, para lo cual ha dirigido su accionar a tratar de desvirtuar la existencia de la conducta de manipulación, defendiendo para el efecto la legalidad, corrección, soporte técnico y justificación en general, a su juicio, de toda la actividad relacionada con las operaciones sobre la especie QQQ durante el período investigado.

En el marco de los planteamientos ventilados en los recursos de apelación, a continuación la Sala expresa su criterio en relación con las distintas situaciones de facto evidenciadas en el proceso y formula sus conclusiones en torno a las inferencias que arroja su valoración en conjunto.

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, Ill tuvo, por conducto de la Gerencia de Inversiones Locales, 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 Ill 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 III fue comprador o vendedor. De igual manera, se observa que las operaciones realizadas por III 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 III.
- iv) Cuando III se presentó como comprador o vendedor (en todos los casos a través de la Gerencia de Inversiones Locales, a cargo del señor JJJ), 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 III 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, III 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 III 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, III 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. El inculpado 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 el investigado incurrió o no en la conducta reprochada.⁸

7.2.2.1 Está probado en el proceso, y así lo reconoció expresamente el encartado 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

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 está enunciando.

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 III y otro más.

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

7.2.2.4 Obran en el expediente varias llamadas telefónicas entre el señor JJJ 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 inculpado y una trader senior a su mando, en las que aquél expresó y evidenció un marcado interés en la evolución de los precios de la acción de QQQ y en el impacto de sus oscilaciones en los portafolios de los competidores. 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 el inculpado), en el cual el Instructor del proceso recaudó el log de auditoría de otras dos especies de baja liquidez, también poseídas por III 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 III con la acción de QQQ”*.

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

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

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

La Sala de Revisión acoge las conclusiones del a quo sobre la responsabilidad personal de JJJ 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 el inculpado reconoce que las operaciones sobre la especie QQQ se realizaron dentro de la órbita de sus atribuciones y funciones como Gerente de Inversiones Locales de la Compañía y 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 III.*

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 objetivas 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 III, por conducto del investigado, 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 momentos el inculpado 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 el investigado sostiene en su defensa, la compra de acciones de III 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 el investigado 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 el investigado buscaba, como ha indicado con insistencia en su defensa, cerrar la brecha con los fondos competidores, no hay explicación razonable sobre las circunstancias que lo 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, el recurrente expresa su desacuerdo con el ejercicio del a quo de comparar 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), el investigado 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 él mismo 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 el recurrente no discute.

En este sentido, el ad quem observa que el señor JJJ, 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 del 24 de septiembre de 2009 no es cierto que se buscara una oportunidad de negocio, como lo expuso el implicado en su defensa, y lo reitera en el recurso.

Adicionalmente, el inculpado 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 sostiene JJJ 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 la inexistencia de prueba que acredite el 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 el investigado tenía sobre los movimientos de la acción de QQQ, para reducir la brecha con los competidores de III.

También encuentra especialmente relevante destacar el comportamiento asumido por el investigado, 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. 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.

Los 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 *una relación causal* muy estrecha y próxima -inequívoca- entre la baja artificial de los precios y el obrar uniforme y sostenido del inculpado, desde su cargo, en procura 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 el investigado, se insiste, como Gerente de Inversiones Locales de III, 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 JJJ 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 no se ajusta 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 seguimiento a la variación en la valoración de determinada especie, 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 del agente que las promovió e impulsó, según él “dentro de los límites de sus funciones”, permite inferir una conducta del inculpado 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, el señor JJJ se sirvió del mecanismo de poner reiteradamente (y siempre de primero) 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 Ill 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 Ill vs las rentabilidades acumuladas publicadas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Se verificaron los datos de rentabilidades acumuladas aportados por el investigado en la respuesta al pliego de cargos y se verificó que coinciden con los publicados por dicha Autoridad de Control.

Ahora bien, hay una serie de circunstancias, debidamente probadas en el proceso, que acreditan que las operaciones fueron realizadas efectivamente por el investigado. Es bueno ponerlas de presente, independientemente de que, según se indicó anteriormente, el inculpado nunca las ha desconocido y, por el contrario, las ha aceptado de manera expresa:

En primer lugar, interesa destacar que las operaciones fueron realizadas por el investigado, en su calidad de Gerente de Inversiones Locales de Ill, según se ha indicado, 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, según lo reconoce el investigado en el recurso de apelación.

En efecto, el "*Reglamento de Operación de la Mesa de Negociación- Ill*

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.

Pensiones y Cesantías S.A."¹¹, 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)".

Por su parte, en el formato de "Descripción de cargo y perfil – III Pensiones y Cesantías"¹² se describen como funciones permanentes del cargo i) "Evaluar las diferentes alternativas de inversión en el mercado para los fondos, que cumplan con los límites legales e internos, que maximicen las rentabilidad de los fondos" (se subraya), ii) "Controlar que las valoraciones diarias de los fondos sean las correctas, de acuerdo con los cambios de tasas" y iii) "Verificar y ejecutar las estrategias de inversión de los fondos".

El investigado tenía pues 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 además en su escrito de apelación.

En el expediente está demostrado que fue el investigado quien, en ejercicio de su cargo, impartió las órdenes de compra de los títulos a una sociedad comisionista de bolsa¹³.

También obra en él prueba de que solo JJJ, Gerente de Inversiones Locales de III, tenía acceso a la clave del sistema de enrutamiento de órdenes de dicha Firma Comisionista, al momento de los hechos¹⁴.

Tal sistema de enrutamiento, además, solo permite la realización de operaciones desde la dirección IP de quien tenga asignada la clave de acceso, lo que expresado en términos más prácticos se traduce en que las operaciones que se realizaran a través de dicho enrutador sólo podían hacerse desde el computador del implicado, ingresando la respectiva clave.

El señor JJJ también hizo un seguimiento continuo a la evolución de los precios de, entre otras acciones, la de QQQ y a la incidencia de sus variaciones en los portafolios de los demás fondos, entre ellos los de DDD S.A., por su mayor exposición en dicho activo.

¹¹ Que obra a folios 010 a 1013 de la carpeta de pruebas conjunta original 01-2010-185, 02-2010-186 y 01-2010-187.

¹² Folio 396 del Cuaderno de Pruebas.

¹³ Ver folio 217 del Cuaderno de Pruebas del expediente.

¹⁴ Folios 280, 391 (archivos XXXX_XX_D2FB y XXXX_XXX_WAV_D2FA) y 214 de la carpeta de pruebas.

Así pues, en síntesis, el examen crítico y conjunto de los elementos de juicio descritos, pone en evidencia la existencia de la infracción reprochada al señor JJJ. Cada uno de ellos constituye, no una prueba directa, sino un hecho indicador de la conducta de manipulación, que se deduce por la estrecha conexión, convergencia y análisis conjunto de los mismos.

7.4.2 Sobre la supuesta violación al principio de proporcionalidad

Argumenta el recurrente que la sanción impuesta en su contra desatiende el principio de proporcionalidad porque, en esencia, a su juicio, i) la sentencia de primera instancia desconoce su comportamiento libre de antecedentes disciplinarios y ajustado “en todo” al ordenamiento legal, y ii) 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 algunos casos puntuales).

Sobre el particular, la Sala formula las siguientes consideraciones:

En primer lugar, en relación con el tema según el cual el comportamiento del investigado se ajustó a la ley, remite a las consideraciones expuestas en el capítulo 7.3 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 III, \$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 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.

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.

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"¹⁵.

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 providencia¹⁶.

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 el investigado 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, y con apego al principio que comparte plenamente de prevalencia del derecho sustancial sobre el adjetivo y el respeto al debido proceso, decretará de oficio y autónomamente las pruebas que estime procedentes, asegurando de esta forma una administración de justicia seria, imparcial, eficaz y oportuna, que debe ser 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.

Es indiscutible que AMV es una organización de carácter privado que cumple una importante función de interés público, pero no por su condición privada puede desconocer principios como el de la prevalencia del derecho sustancial, el derecho de defensa y el debido proceso, los cuales debe observar siempre.

¹⁵ 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.

¹⁶ VELÁSQUEZ, Fernando. *Manual de Derecho Penal. Parte General*. Editorial Temis. 2004. P. 501.

En providencias T-108 de 2005¹⁷ y T- 547 de 1992¹⁸, precisamente la Corte Constitucional resaltó la importancia del respeto al debido proceso en actuaciones disciplinarias de los particulares ante organizaciones de naturaleza privada.

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 JJJ incurrió en la conducta de manipulación de la especie QQQ.

Concluye también que la sanción impuesta guarda simetría con lo acreditado en el expediente y con la gravedad de la conducta¹⁹, 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 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; Roberto Pinilla Sepúlveda y Fernán Bejarano Arias, previa deliberación sobre el tema los días 21 de marzo, 2 y 9 de mayo de 2012, una vez revisado y ajustado el texto de la Resolución los días 23 y 31 del mismo mes y año, 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 al investigado una sanción consistente en suspensión de tres años y multa de doscientos (200) 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: 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 TERCERO: ADVERTIR a **JJJ** que de conformidad con el párrafo segundo del artículo 82 del Reglamento de AMV, el pago de la multa aquí ordenada deberá realizarse dentro de los quince (15) 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

¹⁷ M.P Clara Inés Vargas Hernández

¹⁸ M.P Alejandro Martínez Caballero

¹⁹ Se advierte, igualmente, que la sanción impuesta no desconoce ningún precedente en la materia, como lo sostuvo el recurrente.

la Secretaría del Tribunal Disciplinario.

Contra la presente Resolución no procede ningún recurso.

NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE

**PEDRO JOSÉ BAUTISTA MOLLER
PRESIDENTE**

**YESID BENJUMEA BETANCUR
SECRETARIO**