

**AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA - AMV -**

**TRIBUNAL DISCIPLINARIO**

**SALA DE REVISIÓN**

**RESOLUCIÓN No. 11**

**(SEPTIEMBRE 22 de 2009)**

**La Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV en ejercicio de sus atribuciones legales y reglamentarias, adopta la determinación aquí contenida, previo recuento de los siguientes**

**I. ANTECEDENTES**

Por conducto de la Secretaría del Tribunal Disciplinario, la Sala de Revisión conoce del recurso de apelación interpuesto por la señora Lina María Rojas Socha, por intermedio de su apoderada en contra de la Resolución N° 7 del 5 de marzo de 2009, mediante la cual la Sala de Decisión "11" del Tribunal Disciplinario decidió en primera instancia la investigación disciplinaria adelantada en su contra, en su calidad de persona natural vinculada a la sociedad comisionista de bolsa Correval S.A., para la época de ocurrencia de los hechos.

Previo estudio de los hechos, los cargos presentados, las explicaciones rendidas por la investigada, las pruebas, el pliego de cargos formulado en su momento por AMV, el pronunciamiento al mismo por parte de la misma señora y, en general el expediente que reposa en la Secretaría del Tribunal Disciplinario, la Sala de Decisión "11" determinó la responsabilidad disciplinaria de la señora Lina María Rojas Socha por el incumplimiento de las disposiciones relativas al uso de información privilegiada y como consecuencia le impuso una sanción de **SUSPENSIÓN** por el término de doce (12) meses, en concurrencia con una sanción de **MULTA** por diez millones de pesos (\$10.000.000.00), conforme a lo establecido en los artículos 83 y 82 del Reglamento de AMV, respectivamente.

**II. CONTENIDO DEL RECURSO DE APELACIÓN INTERPUESTO POR LA INVESTIGADA**

Mediante escrito fechado el 3 de abril de 2009 la apoderada de la investigada presentó recurso de apelación contra la decisión antes señalada, solicitando que la Sala de Revisión absuelva a su representada y de manera subsidiaria, se modifique la sanción impuesta por una que consulte los principios consagrados en la Constitución Política, la ley y el Reglamento de AMV.

Sustenta su petición en los siguientes argumentos: i) aplicación del principio de lesividad o antijuridicidad material en el campo de las infracciones y sanciones del mercado de valores; ii) la falta de antijuridicidad material de la conducta investigada; iii) la falta de afectación del bien jurídico tutelado; iv) la falta de análisis de la antijuridicidad de la conducta y la presunción de peligro en el análisis de su supuesta gravedad; v) la falta de aplicación de los principios y elementos

que rigen la imposición de las sanciones y, vi) derecho de defensa y presunción de inocencia.

En lo que hace al primer argumento, la recurrente luego de enunciar algunos pronunciamientos de la Sala de Casación Penal de la Corte Suprema de Justicia vinculados con la definición legal de antijuridicidad -contenida en el artículo 11 del Código Penal-, señala que no es suficiente la vulneración formal de una norma para que determinada conducta se pueda calificar como antijurídica, ya que adicionalmente debe verificarse que ésta lesionó o puso en peligro un bien jurídico tutelado por la ley.

A renglón seguido, resalta la recurrente que aunque las disposiciones en las cuales se establecen las infracciones y sanciones administrativas no consagran expresamente el concepto de antijuridicidad material, debe entenderse que tal régimen sancionatorio acoge los principios de tipicidad y antijuridicidad como un desarrollo de la noción de Estado Social de Derecho.

A partir del postulado anterior, destaca el recurso que es preciso determinar si la conducta de la investigada afectó el mercado de valores, para lo cual realiza un recuento de los hechos investigados, resaltando especialmente: a) la adquisición que realizó la investigada el 11 de febrero de 2008, por cuenta de seis (6) clientes, de 492.320 acciones de la especie Paz del Río, a un precio de setenta y cinco pesos (\$75) cada una, para un total de treinta y seis millones novecientos veinticuatro mil pesos (\$36.924.000), de los cuales dieciséis millones ciento siete mil setecientos cincuenta pesos (\$16.107.750) correspondieron a operaciones de la suegra y una sobrina de la investigada; b) la generación de una comisión para la sociedad comisionista de doscientos trece mil setecientos veinticinco pesos (\$213.725), de los cuales treinta y siete mil seiscientos setenta y dos (\$37.672) correspondieron a la comisión de la señora Rojas Socha y, c) la enajenación de las 492.320 acciones de la especie Paz del Río los días 15 y 30 de abril de 2008, generando una utilidad que en total sumó dos millones ochenta y cinco mil setecientos treinta y cinco pesos (\$2.085.735) para los seis clientes, de los cuales novecientos sesenta y dos mil treinta y seis pesos (\$962.036) correspondieron a la suegra y sobrina de la investigada antes señaladas.

Como corolario de lo anotado, la recurrente expresa que las 492.320 acciones Paz del Río adquiridas para los seis clientes representaron: i) el 0.003% de las acciones en circulación de dicho emisor; ii) el 0.02% de las acciones transadas de la especie Paz del Río en el período comprendido entre el 1º y el 11 de febrero de 2008 y iii) el 0.148% de las acciones que se negociaron el 11 de febrero del mismo año en la Bolsa de Valores de Colombia.

Continúa la recurrente manifestando cómo del recuento de las cifras señaladas se debe concluir, por una parte, que la actuación de la señora Rojas Socha no tenía como propósito la obtención de un beneficio para sí misma, sus seis clientes o la sociedad comisionista de bolsa para la cual desarrolla sus funciones y, por otra, que con la negociación de un número de acciones como el referido, resulta imposible afectar la integridad y transparencia del mercado de valores o atentar contra sus participantes.

Posteriormente, la recurrente expresa que en su criterio la Sala de Decisión "11" determinó que había vulnerado disposiciones relativas al uso de información privilegiada, sin que dicha Sala adelantara un análisis tendiente a establecer si su

conducta había producido perjuicios al mercado de valores o a sus partícipes, pues en su concepto la primera instancia partió de un supuesto según el cual se calificó como de la mayor gravedad, sin verificar si efectivamente se había producido un daño.

Por otra parte, en lo que hace a las peticiones subsidiarias del recurso, le solicita la recurrente a la Sala de Revisión la aplicación de los principios de proporcionalidad y disuasorio de la sanción, previstos en los literales a) y b) del artículo 80 del Reglamento de AMV.

Finalmente, el recurso considera que la Sala de Decisión "11" hizo referencia a un hecho nuevo cuando precisó que la conducta de la investigada afectó la confianza de un cliente, lo cual en criterio de la investigada no fue mencionado en el pliego de cargos, por lo que se le estaría violando el derecho de defensa y la presunción de inocencia.

### **III. PRONUNCIAMIENTO AL RECURSO DE APELACIÓN POR PARTE DE AMV**

Siguiendo el orden planteado por la recurrente, la Dirección de Asuntos Legales y Disciplinarios de AMV -en adelante AMV-, solicita la confirmación de la resolución recurrida en su integridad, apoyada en las siguientes consideraciones.

En relación con la falta de antijuridicidad material de la conducta sancionada, AMV, a partir de sustento doctrinal y jurisprudencial de la Sala Jurisdiccional Disciplinaria del Consejo Superior de la Judicatura, señala que la materialidad de las conductas punibles en materia penal, no tiene aplicación tratándose de asuntos disciplinarios.

Bajo la anterior perspectiva, para AMV las normas desconocidas por la investigada en materia de uso de información privilegiada, no exigen aspectos tales como cuantías, utilidades, número de clientes afectados o número de operaciones, a manera de criterios que deban tenerse en cuenta para efectos de su configuración.

Por tanto, para AMV la responsabilidad disciplinaria se debe establecer a partir de la determinación del cumplimiento o incumplimiento de un "deber", el cual consiste en la obligación de abstenerse de realizar operaciones en el mercado utilizando información privilegiada, motivo por el cual la infracción se materializa a partir de la prueba del incumplimiento del deber.

Adicional a lo anterior, considera AMV que la pretensión en el sentido de no sancionar una vulneración a las normas del mercado de valores, aduciendo argumentos vinculados a la poca significación de la conducta, se convertiría en un incentivo perverso para los agentes que en él participan ya que podrían entender que se encuentran autorizados para desconocer la regulación siempre que no se afecte a gran escala el mercado o a un número importante de clientes.

Por otra parte, en lo que hace a la aparente "suposición" en que habría incurrido la Sala de Decisión "11" acerca de la gravedad de la conducta investigada, señala AMV que corresponde a un errado entendimiento literal del término, en la medida en que éste hace alusión no a una conjetura o a una presunción, sino a una

afirmación categórica de determinada situación, en este caso el privilegio con que contaba la investigada sobre los demás participantes del mercado.

Finalmente, en lo que se relaciona con la supuesta vulneración del derecho de defensa y de la presunción de inocencia, considera AMV que se encuentra probado en el expediente que la investigada conoció información privilegiada en el mercado de valores porque fue el propio Vicepresidente Administrativo y Financiero del cliente quien se la suministró a distintos funcionarios de la sociedad comisionista de bolsa para la cual trabaja la investigada, de lo cual la Sala de Decisión "11" dedujo que dicha situación se dio porque el cliente depositó su confianza en la señora Rojas Socha y que ella la menoscabó con su actuación posterior.

#### **IV. CONSIDERACIONES DE LA SALA**

Con el objeto de abordar integralmente los argumentos esgrimidos tanto por la investigada como por AMV, de cara a la decisión adoptada por la Sala de Decisión "11" del Tribunal Disciplinario, los miembros de la Sala de Revisión consideran pertinente analizar los siguientes temas, todos los cuales serán considerados posteriormente en conjunto para la resolución del recurso que nos ocupa, a saber: i) de los bienes jurídicamente tutelados a través de las disposiciones relacionadas con el uso de información privilegiada; ii) del principio de lesividad o antijuridicidad material y la aplicación de los principios propios del derecho penal en el derecho disciplinario; iii) de la inexistencia de órdenes y las declaraciones extrajudicio aportadas al proceso por la investigada; iv) de la confianza del cliente; v) consideraciones sobre la proporcionalidad de la sanción y la graduación de la misma; y, vi) conclusiones.

##### **4.1. De los bienes jurídicamente tutelados a través de las disposiciones relacionadas con el uso de información privilegiada.**

Previo a las consideraciones sobre los bienes jurídicamente tutelados mediante las disposiciones orientadas a prevenir el uso de información privilegiada en el mercado de valores, se deja expreso que AMV no se refirió en el pliego de cargos ni en la solicitud de explicaciones al literal e) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005, omisión que evaluada por la Sala de Revisión en nada afecta la validez del presente proceso, por cuanto dichas diligencias se sustentaron en las demás disposiciones que reglan la mencionada materia.

Hecha la anterior aclaración, caben los siguientes comentarios sobre los bienes jurídicamente tutelados a través de las disposiciones relacionadas con el uso de información privilegiada. En efecto, el literal a) del artículo 1º de la Ley 964 de 2005, señala que los objetivos de la intervención gubernamental en el mercado de valores son los siguientes: i) la protección de los derechos de los inversionistas, ii) la promoción del desarrollo y la eficiencia del mercado de valores, iii) la prevención y manejo del riesgo sistémico del mercado de valores y, iv) la preservación del buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo.

No existe duda acerca de la importancia que el legislador le atribuye al mercado de valores, al disponer que los intermediarios de valores con su conducta deben asegurar que en el mercado se preserve la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad, de forma tal que se garantice la confianza del público en el mismo.

Es así como en la exposición de motivos de la Ley 964 de 2005 (proyecto de ley 033/04-Cámara)<sup>1</sup>, en relación con el primer objetivo de la intervención, la protección de los derechos de los inversionistas, se señala que:

*“La canalización eficiente de recursos al sector productivo es uno de los elementos fundamentales para incrementar las tasas de crecimiento de una economía, razón por la cual es de vital importancia garantizar la confianza del público en el mercado de valores, en sus instrumentos de captación y en sus participantes. Con esta finalidad, debe propenderse por establecer medidas adecuadas de protección para los inversionistas en la medida en que este es uno de los principales factores que se tienen en cuenta para la toma de decisiones de inversión, de tal suerte que todo esquema de intervención, regulación y supervisión debe tener como objetivo la protección de sus derechos”.* (Subrayado fuera del texto)

*“Si bien la principal medida de protección tiene que ver con la existencia de mecanismos que propendan por asegurar el flujo de información oportuna, exacta, veraz y suficiente que le permita a los inversionistas conocer los potenciales riesgos y beneficios para efectos de tomar decisiones informadas, el marco legal debe otorgarles protección contra prácticas engañosas, fraudulentas o de manipulación, así como las relacionadas con el uso de información privilegiada”.* (Subrayado fuera del texto)

En el mismo texto, en lo relacionado con el cuarto objetivo de la intervención, la preservación del buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo, se establece con especial precisión:

*“El buen funcionamiento, la justicia y la integridad del mercado están estrechamente relacionados con la protección de los derechos de los inversionistas y, muy especialmente, con un proceso adecuado de formación de precios. En efecto, la garantía para que los inversionistas puedan acceder de manera justa y sin discriminación al mercado y a la información es indispensable para la protección de los derechos de los mismos”.* (Subrayado fuera del texto)

*“Para garantizar la obtención de este objetivo, el esquema de regulación y supervisión se concentra en la definición, detección y sanción de las prácticas desleales de negociación y las conductas contrarias al mercado. Lo anterior, debe fomentar un proceso de formación de precios eficiente y transparente, fomentando la confianza del público en el mercado de valores”.* (Subrayado fuera del texto)

De igual forma, la Sala considera conveniente acotar que la protección de los derechos de los inversionistas y la garantía de mercados justos, transparentes e íntegros hacen parte de los objetivos que se deben considerar dentro del marco para la regulación de los mercados de valores, según los principios considerados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores.<sup>2</sup>

Ahora bien, uno de los ejes centrales sobre los cuales se fundamenta la consecución de dichos objetivos es que el mercado de valores esté provisto de

<sup>1</sup> Gaceta del Congreso 387 del 23/07/2004.

<sup>2</sup> Metodología para Evaluar la Implantación de los Objetivos y Principios de la OICV para la Regulación de los Mercados de Valores. Organización Internacional de Comisiones de Valores. Octubre de 2003. IOSCO por sus siglas en inglés.

información oportuna, completa y exacta.<sup>3</sup>

Lo anterior, se traduce en muchas normas que contienen obligaciones legales y reglamentarias para los distintos agentes del mercado de valores en el sentido de divulgar información al mercado, sea que se trate de emisores, de intermediarios o incluso de las bolsas u otras entidades que desarrollan actividades de infraestructura, todo ello, con el fin de que los inversionistas puedan tomar decisiones razonadas de compra, venta o mantener los valores.

Un mercado de valores que no cuente con la adecuada, suficiente y oportuna información no puede ser calificado como un mercado transparente.

Igualmente, así como existen normas que obligan a divulgar la información al mercado, es necesario que existan normas que prohíban el uso de la información que tiene el carácter de privilegiada en el mercado de valores. En efecto, cuando se presenta uso de información privilegiada por un participante en el mercado de valores dicha conducta afecta la transparencia, la integridad y la equidad, pues ese participante está obteniendo o buscando obtener, para sí o para sus clientes, un provecho indebido frente a los demás participantes que desconocen la información.

La doctrina es reiterada al sostener que la realización de operaciones utilizando información privilegiada genera consecuencias nocivas tanto en relación con los daños patrimoniales que se les puede causar a los inversionistas y la afectación a la confianza, así como respecto de los problemas que por dichas conductas suscita el incorrecto funcionamiento del mercado de valores, según se explica enseguida:

#### 1. Daños patrimoniales a los inversores:

*“Algunos sectores de la doctrinas (sic) estadounidense y europea aseveran que, además de provocar otros efectos lesivos para intereses valiosos, una operación de iniciados<sup>4</sup> daña los intereses patrimoniales de quién actúa en ella como contraparte contractual. Cuando un inversor vende sus valores a quien cuenta con información privilegiada al precio que el mercado determina en ese momento, lo hace ignorando la existencia de circunstancias de cuya concurrencia se va a derivar un incremento en dicho precio. Si quien enajenó sus títulos hubiera tenido acceso a esa información -se argumenta- habría tomado conciencia de que aquél no era el momento más idóneo para venderlos o bien habría cerrado la operación a un precio mayor, de manera que el iniciado no habría podido beneficiarse a sus expensas percibiendo, al hacerse pública la noticia, la plusvalía correspondiente. (...) El daño patrimonial radica en que el precio respectivamente recibido o abonado en cada caso por la contraparte de quien opera gozando de información privilegiada, no se ajusta al valor real del título”.*<sup>5</sup> (Subrayado fuera del texto)

<sup>3</sup> Numeral 7º letra b) del artículo 1º de la Ley 964 de 2005.

<sup>4</sup> El término ‘iniciado’ abarca genéricamente “a cualquier sujeto que posea información privilegiada, es decir, a todo aquel que haya entrado en conocimiento de hechos o datos que los demás inversores (reales o potenciales) ignoran...” El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Ana María Prieto del Pino. Editorial Aranzadi. 2004. Páginas 31 y 32.

<sup>5</sup> Ibíd. Páginas 157 y 158.

2. Daño a la confianza de los inversores:

“Para un sector de la doctrina, la lesión de la confianza es un efecto con negativas repercusiones económicas ligado a la lesión de la igualdad de oportunidades de todos los inversores en el mercado de valores. La constatación por parte de los ahorradores de que algunos individuos gozan de ventajas informativas que les permiten obtener beneficios seguros y superiores a la media -o trasladar a otros sus pérdidas- genera en ellos el rechazo hacia el mercado de valores, con el consiguiente perjuicio para dicho mercado y para el sistema económico en su conjunto”.<sup>6</sup> (Subrayado fuera del texto)

3. Daño al correcto funcionamiento del mercado de valores.

“La mayoría de la doctrina española considera que la utilización de información privilegiada daña el correcto funcionamiento del mercado de valores. En las diversas exposiciones realizadas, dicho correcto funcionamiento se presenta en estrecha vinculación con aspectos a su vez interrelacionados como la confianza de los inversores, su participación en el mercado de valores, la transparencia del mercado de valores, la eficiencia de éste o su liquidez”.<sup>7</sup> (Subrayado fuera del texto)

En el mismo sentido, la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea del 28 de enero de 2003 establece en la normativa sobre abuso de mercado, dentro del cual se encuentran las operaciones con base en información privilegiada<sup>8</sup>, que éstas afectan el buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mismos, impidiendo su total y adecuada transparencia.<sup>9</sup>

De igual forma, la doctrina a nivel nacional en relación con el funcionamiento adecuado de los mercados de valores y la eficiencia de los mismos, señala como presupuestos necesarios para que cumplan con dichas características, el que:

*“i) los precios se forman con objetividad y justicia; ii) todos los inversionistas tienen igualdad de acceso al mercado y a la información disponible; iii) las sociedades emisoras tienen una amplia obligación de suministrar toda información que sea relevante para el mercado; iv) está prohibida -y es reprimida- la obtención de utilidades en el mercado con base en información privilegiada, esto es que no sea de conocimiento del público; y v) dicha conducta es sancionable tanto desde el ámbito del derecho administrativo como del derecho penal”.*<sup>10</sup>

En concordancia con los anteriores lineamientos, la Sala de Revisión advierte que la utilización de información privilegiada por parte de cualquier participante en el mercado de valores, es una de las conductas más nocivas para el desarrollo adecuado y seguro de dicho mercado dada la multiplicidad de bienes jurídicos que

<sup>6</sup> Ibíd. Página 195.

<sup>7</sup> Ibíd. Páginas 197 y 198. En el mismo sentido se manifiesta María Ángeles Montes Álvaro, Fiscal Jefe de la Fiscalía del Tribunal Superior de Justicia del País Vasco en “El Delito de Información Privilegiada y sus Distinción de Otras Figuras Afines”. Centro de Estudios Jurídicos. Ministerio de Justicia. Gobierno de España. Página 1215.

<sup>8</sup> Dentro del concepto genérico de abuso de mercado, la Directiva incluye adicionalmente a las operaciones con información privilegiada, la noción de manipulación de mercado.

<sup>9</sup> Diario Oficial de la Unión Europea. 12.4.2003.

<sup>10</sup> El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense. Autor Jorge Torrado Angarita. En Revista de Derecho Privado No. 39. Régimen Jurídico del Mercado de Valores Colombiano. Facultad de Derecho, Universidad de los Andes y Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. 2008. Páginas 229 y 230.

son vulnerados con su materialización, tales como, la transparencia, la justicia e integridad del mercado en su conjunto y, particularmente, la buena fe y los derechos de los inversionistas y demás participantes, todos los cuales se ven afectados por la realización de operaciones en desigualdad de condiciones con otros participantes.

Por ello, debe decirse con claridad que la utilización de información privilegiada conlleva el aprovechamiento de una ventaja por parte de un participante del mercado sobre los demás participantes, en especial, sobre los inversionistas, con lo cual se afecta la confianza del público.

Por todo lo mencionado, para la Sala de Revisión no es de recibo que la recurrente en su escrito de apelación desconozca la gravedad y nocividad de la conducta investigada, fundamentando su argumentación en que ésta no fue antijurídica, aspecto que pasa la Sala a analizar en el siguiente aparte de esta Resolución.

#### **4.2. Del principio de lesividad o antijuridicidad material y la aplicación de los principios propios del derecho penal en el derecho disciplinario.**

El recurso de apelación interpuesto por la investigada, en gran parte se sustenta en el desarrollo que ha efectuado la Sala de Casación Penal de la Corte Suprema de Justicia<sup>11</sup> sobre el principio de lesividad o antijuridicidad material, jurisprudencia a partir de la cual solicita su absolución, en tanto que considera que su conducta -cuya comisión no discute- no comprende una antijuridicidad material.

Efectivamente, al sustentar la recurrente la aplicación del mencionado principio en la función disciplinaria desarrollada por los organismos de autorregulación, aduce que si bien no existe una norma del mercado de valores que lo consagre de manera expresa, *“(...) lo cierto es que las conductas que se tipifican como infracciones en ese mercado, dentro del concepto del Estado social de derecho, no sólo acogen el principio de legalidad, como tipicidad objetiva, sino que se reputan sancionables en cuanto resulten antijurídicas, (...)”*<sup>12</sup>.

Seguidamente, pone como ejemplo el artículo 52 de la Ley 964 de 2005 el cual señala como uno de los “criterios para la graduación de las sanciones” la dimensión del daño o peligro a los intereses jurídicos tutelados por las normas del mercado de valores y el artículo 85 del Reglamento de AMV sobre la imposición y concurrencia de sanciones, de acuerdo con el cual, para determinar las sanciones aplicables, el Tribunal Disciplinario deberá apreciar, entre otros aspectos, los perjuicios causados con la misma.

Para la Sala de Revisión no existe objeción respecto del sustento y la aplicación del principio de antijuridicidad en **materia penal**, no obstante, no comparte ni acepta la aplicación de tal principio **al derecho disciplinario**, como sí lo pretende la apoderada de la recurrente. En efecto, la Corte Constitucional, en reiterada jurisprudencia ha señalado que existe una diferencia cualitativa entre el derecho penal y el derecho disciplinario, que ocasiona que sobre este último las garantías del proceso no tengan el mismo alcance que en el ámbito penal. Sobre el

<sup>11</sup> La recurrente transcribe apartes de las sentencias: rad. 29183 de 18 de noviembre de 2008, rad. 21.064 del 15 de septiembre de 2004 y sentencia 19499 de octubre 19 de 2006.

<sup>12</sup> Folio 000348 de la carpeta de actuaciones finales.



particular señala la Corte:

*“3.3.4. La Corte también ha resaltado que, en materia sancionatoria administrativa, las garantías del debido proceso no tienen el mismo alcance que en el ámbito penal. Por ello, reiteró que “La no total aplicabilidad de las garantías del derecho penal al campo administrativo obedece a que mientras en el primero se protege el orden social en abstracto y su ejercicio persigue fines retributivos, preventivos y resocializadores, la potestad sancionatoria de la administración se orienta más a la propia protección de su organización y funcionamiento, lo cual en ocasiones justifica la aplicación restringida de estas garantías –quedando a salvo su núcleo esencial– en función de la importancia del interés público amenazado o desconocido”. (Sentencia T-145 de 1993; M.P. Eduardo Cifuentes Muñoz).”<sup>13</sup>*

Así las cosas, tal como lo señala la apoderada de la investigada, no existe ni en las disposiciones que regulan el mercado de valores ni en los reglamentos de autorregulación, norma alguna que consagre de manera expresa la aplicación del principio de antijuridicidad en relación con la función disciplinaria ejercida por los organismos autorreguladores. En cambio, en materia penal<sup>14</sup> para que una conducta sea punible se requiere que esta sea típica, antijurídica y culpable, razón por la cual si una conducta no resulta ser antijurídica no puede concluirse la punibilidad de la misma.

Adicionalmente a lo expresado por la Corte Constitucional, la Sala pone de presente que el parágrafo del artículo 32 de la Ley 964 de 2005, en concordancia con el artículo 23 del Decreto 1565 de 2006, señalan que los procedimientos disciplinarios adelantados por los organismos autorreguladores se **regirán únicamente** por los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción, efecto disuasorio, oportunidad, economía y celeridad.

En conclusión, de los artículos mencionados,<sup>15</sup> se desprende que dentro de la estructura establecida por el legislador para darle sustento a la función disciplinaria de los organismos autorreguladores, se tiene que la dimensión del daño o peligro a los intereses jurídicos tutelados por las normas del mercado de valores no es un presupuesto para la determinación de la responsabilidad disciplinaria. No obstante, diferente es que tal presupuesto constituya un criterio para la graduación de las sanciones. En efecto, el artículo 85 del Reglamento de AMV señala entre otras consideraciones, que para determinar las sanciones aplicables, el Tribunal Disciplinario deberá apreciar los perjuicios causados con la infracción.

Ahora bien, sin perjuicio de que la Sala de Revisión no acepta la aplicación del principio de antijuridicidad por los argumentos ya planteados, en todo caso, es pertinente aclarar a la apoderada de la investigada, que el argumento relacionado con la no materialidad del monto al cual ascendió la utilidad<sup>16</sup> que obtuvieron los seis clientes de la señora Lina María Rojas Socha con las operaciones realizadas por ésta, es relativo, dado que para hablar de la materialidad de las mismas, uno de los elementos que se debe analizar es la rentabilidad de las operaciones realizadas. Es así como, de un simple cálculo en el caso de las ventas realizadas

<sup>13</sup> Corte Constitucional Sentencia C- 616 de 2002. M.P. Manuel José Cepeda Espinosa. Ver también sentencias C – 827 de 2001, C – 948 de 2002 y C – 987 de 2006.

<sup>14</sup> Código Penal, artículo 9.

<sup>15</sup> Literal g) del artículo 52 de la Ley 964 y artículo 85 del Reglamento de AMV.

<sup>16</sup> La utilidad ascendió a \$2.085.735.

el treinta de abril de 2008<sup>17</sup> éstas, en términos porcentuales, generaron una utilidad del 37,88% E.A. o 2,71% mensual, cuando la DTF para el 11 de febrero de 2008 (fecha de adquisición de las acciones) era del 8,54% E.A.

#### **4.3. De la inexistencia de órdenes y las declaraciones extrajudicio aportadas al proceso por la investigada**

Uno de los aspectos que analizó en profundidad la Sala de Decisión “11” tiene que ver con el argumento esgrimido en ese momento por la defensa en el sentido que las seis operaciones objeto de reproche, fueron realizadas en virtud de las órdenes otorgadas por los clientes para la adquisición de las 492.320 acciones de la especie Paz del Río el 11 de febrero de 2008, siendo el principal fundamento de tal argumento la prueba allegada por el primer apoderado de la investigada,<sup>18</sup> consistente en una serie de declaraciones extrajudicio<sup>19</sup> rendidas bajo la gravedad de juramento, las cuales con igual contenido indican:

*“(…) 1) Que en mi calidad de cliente de la sociedad CORREVAL S.A. Comisionista de Bolsa, las operaciones de compraventas simples, bajo la modalidad de contado, ejecutadas por la mencionada sociedad comisionista a mi nombre, el día 11 de febrero de 2008, sobre la especie Paz del Río fueron ordenadas por mi en mi condición de titular, bajo el conocimiento previo que tenía de la mencionada especie, en términos de volúmenes y precios de negociación en los días previos a esta adquisición e incluso en la sesión de negociación del día 11 de febrero de 2008.*

*2) Que la operación de compra que el día 11 de febrero de 2008, realizó a mi nombre, la sociedad CORREVAL S.A. Comisionista de Bolsa, la especie Paz del Río, desde un comienzo contó con mi anuencia, aprobación y aceptación, motivo por el cual no se trató de una decisión unilateral que al respecto haya tomado la señora Lina María Rojas Socha, funcionaria de la citada sociedad comisionista de Bolsa designada al interior de la misma para atender las órdenes e instrucciones de compra y venta de valores que yo imparta.*

*3). Que la señora Lina María Rojas Socha durante el período comprendido entre el 29 de enero y el día 12 de febrero de 2008, ni en fecha anterior a esta, me suministró información en relación con el preacuerdo que se suscribió entre algunos accionistas de Acerías Paz del Río, así como tampoco me asesoró, ni me aconsejó, ni de forma alguna me sugirió comprar acciones de Acerías Paz del Río el día 11 de febrero de 2008 (...).<sup>20</sup>*

De manera acertada, la Sala de primera instancia consideró que no debía otorgarles credibilidad alguna a dichas declaraciones y compartió los argumentos presentados por AMV en su pliego de cargos<sup>21</sup> puesto que al analizar el material

<sup>17</sup> Se excluyen 57.125 acciones enajenadas por la cliente FFFFF el 15 de abril de 2008.

<sup>18</sup> La investigada estuvo representada por un apoderado durante el trámite de la instancia de decisión, quien posteriormente fue reemplazado para el trámite de apelación ante la Sala de Revisión.

<sup>19</sup> Declaraciones de QQQQ, TTTT, UUUU, SSSS y FFFF.

<sup>20</sup> Páginas 16 a 22 del pliego de cargos elevado a la investigada.

<sup>21</sup> Folio 000138 carpeta de actuaciones finales. AMV en su pliego de cargos señala: “(…) en este caso observamos con preocupación que la investigada, en su afán por querer sustentar sus explicaciones y demostrar que fueron sus clientes quienes impartieron las ordenes para la realización de las operaciones, adjuntó como prueba cinco declaraciones juramentadas que, al ser evaluadas y contrastadas con el resto del material probatorio, denotan que su contenido no obedece a la realidad de los hechos. (...) Pero lo más relevante resulta ser que dos de los declarantes no saben qué fue lo que declararon y es evidente que mintieron al referirse al motivo por el cual efectuaron esas declaraciones, pretendiendo también ocultar el origen de las mismas.”

probatorio, se encontró que “(...)dichas declaraciones contienen afirmaciones ajenas a la realidad, y no guardan concordancia con las demás pruebas que obran en la investigación, razón por la cual al ser evaluadas conforme a la sana crítica no ofrecen el convencimiento necesario en cuanto se refiere a que los clientes fueron quienes impartieron las órdenes a la investigada para realizar las operaciones objeto de investigación.”<sup>22</sup>

La Sala de Revisión comparte las anteriores conclusiones, las cuales, además, fueron confirmadas en la declaración que de manera libre y voluntaria hizo la propia investigada, así como su apoderada, en la audiencia realizada ante esta Sala el 13 de mayo pasado, en el sentido de que la señora Lina Maria Rojas no contó con las órdenes de sus seis clientes. Dicha declaración, en la parte pertinente, fue del siguiente tenor:

Min/Seg.	Audiencia.
6:18	Lina Rojas: “(...) ¿Qué paso ese día?, yo vi los saldos de mis clientes y compre las acciones. Esos 6 clientes tenían unos saldos por invertir, yo compre esas acciones, no me pregunten por qué lo hice, es el momento que no me explico en qué momento se me olvido pues que eso podía tener una repercusión (...)”
9:24	Lina Rojas: “(...) esa comisión de 213 mil pesos en una producción que yo hago mensual, desde hace muchos años, sostenida de alrededor de 100, 120 millones de pesos, créanme que no me iba a salvar el mes, o sea simplemente cogí y la compre y en estas estoy (...)”
12:13	Lina Rojas: “(...) soy una persona honesta, soy una persona transparente que nunca lo que buscaba era hacer eso, simplemente pues tuve una ligereza, tuve un error y por eso pues merezco ser juzgada, pero creo que debería ser un poquito más acorde con el daño que se le hizo al mercado y buscando la transparencia del mercado (...)”
29:03	Apoderada: “(...) hay un tema a considerar en la resolución y es un tema que es difícil de abordar y es el tema de las pruebas, o sea ese es un tema que ahí allí que por lo que hemos conversado con Lina pues es un tema de estrategia de defensa del abogado, o sea es un tema que se toma ahí de estrategia de defensa y yo si les pediría que digamos consideraran ese tema, o sea que la defensa estaba encargada a un profesional y el profesional considero que esa era la orientación que le debía dar a la misma, o sea que no es un tema de Lina (...)”

“En ese sentido, se entendería que por el interés que tiene en el proceso, debió ser la propia investigada la que redactó las declaraciones en cuestión, en sus propios términos y de manera que mejor conviniera a la investigación adelantada en su contra, aún a sabiendas de que tales declaraciones no correspondían a la verdad. Con este proceder hay que plantear, no sin asombro, que puede inducirse en error al instructor del proceso, pretendiéndose que hechos no ciertos se tengan por tales a la hora de evaluar la responsabilidad disciplinaria que asiste a la investigada, lo cual, a juicio nuestro, no es una conducta leal de parte de una persona dentro de cualquier actuación.”

“Esto también explica, en cierta forma, que haya sido tan difícil lograr que los declarantes asistieran a las oficinas de AMV a ratificar sus declaraciones juramentadas, trámite en el cual la investigada no prestó tampoco una activa colaboración, contrastando esta situación con el hecho de que fue ella quien aportó esas declaraciones al proceso como prueba.”

“Entonces, Señores Miembros del Tribunal Disciplinario, se pone de presente esta situación con el deseo de que este tipo de prácticas no vuelvan a presentarse en un proceso disciplinario adelantado por AMV, máxime cuando en este caso la investigada estuvo asistida por un abogado, pues desde nuestro punto de vista son actuaciones que hacen mal a cualquier tipo de proceso, pero aún más a uno fundado en un esquema de autorregulación en el cual los propios intermediarios son quienes propenden por evitar conductas contrarias al profesionalismo, corrección y honorabilidad que deben caracterizar a quienes actúan en el mercado de valores y son depositarios de las confianzas del público.”

<sup>22</sup> Folio 000333 de la Carpeta de actuaciones finales.

A partir de las anteriores declaraciones de la investigada y su apoderada, se reitera que para la Sala de Revisión es evidente que las operaciones de adquisición de acciones de la especie Paz del Río celebradas el 11 de febrero de 2008 para seis de sus clientes, no contaban con la orden impartida por éstos.

Ahora bien, es importante tener en cuenta que AMV, producto del análisis del material probatorio antes señalado<sup>23</sup> y con el deseo de que situaciones como las presentadas con el aporte de declaraciones extrajuicio contrarias a la realidad no se vuelva a presentar, le solicitó a la Sala de primera instancia que considerara tal situación como agravante de la sanción a imponer<sup>24</sup>, solicitud que no fue atendida en la medida en que la Sala de Decisión "11" decidió no otorgarles credibilidad<sup>25</sup> a las declaraciones en comento, a pesar de que se encontraba en la posibilidad de considerar la situación como agravante de la sanción, pues el artículo 85 del Reglamento de AMV así se lo permite.

No obstante que esta Sala comparte la determinación de la Sala de primera instancia de no considerar lo sucedido con las declaraciones extrajuicio como agravante de la sanción, sí estima que dicha situación podría afectar principios fundamentales de la autorregulación, tales como la transparencia, lealtad y profesionalismo, de tal manera que solicita una investigación de los hechos mencionados por parte de AMV y, de encontrar fundamentos suficientes, poner tales hechos en conocimiento de las autoridades judiciales y/o disciplinarias competentes. Lo anterior, de acuerdo con lo dispuesto en el literal q) del artículo 12 del Reglamento de AMV, el cual señala que dentro de las funciones del Presidente de AMV se encuentra la de *"Dar traslado a las autoridades competentes de los hechos investigados que puedan transgredir disposiciones diferentes a las disciplinarias cuando deba hacerlo de conformidad con las normas legales vigentes o cuando así lo solicite el Tribunal Disciplinario."*

#### **4.4. De la confianza del cliente.**

Señala el recurso de apelación que la Sala de Decisión tuvo en cuenta un aspecto no previsto en el pliego de cargos, cuando precisó que con su actuación la investigada afectó directamente la confianza del cliente<sup>26</sup>.

Al revisar el expediente, observa la Sala que desde la solicitud formal de explicaciones formulada por AMV el 15 de mayo de 2008, se advirtió que para efectos de adelantar los trámites relacionados con la realización de una oferta pública de adquisición (OPA) sobre acciones de la especie Paz del Río se realizaron tres reuniones<sup>27</sup> los días 29 de enero, 1º y 7 de febrero de 2008, entre el Vicepresidente Administrativo y Financiero de dicho emisor y vocero de BBBB<sup>28</sup> y funcionarios de Correval S.A.

En las tres reuniones anotadas participó la señora Rojas Socha, tal como aparece

---

<sup>23</sup> Ver nota al pie N° 21.

<sup>24</sup> Folio 000141 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>25</sup> Folio 000328 Ibíd.

<sup>26</sup> Página 25 de la Resolución No. 07 del 5 de marzo de 2009 de la Sala de Decisión '11'. Folio 000338 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>27</sup> Página 3 de la Solicitud Formal de Explicaciones. Folio 000003 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>28</sup> Sociedad que había efectuado un preacuerdo con el EEEEE, de conformidad con el cual la primera adquiriría el 15% de las acciones de Paz del Río a un precio de \$80.33 por acción.

en las declaraciones de los señores KKKKK (Gerente de Producto de Acciones de CORREVAL S.A.)<sup>29</sup>, DDDDD (Vicepresidente Administrativo y Financiero de Acerías Paz del Río)<sup>30</sup> y la misma investigada.<sup>31</sup>

En efecto la página N° 3 de la SFE señala:

*“- La tercera el 7 de febrero de 2008, en la que el señor DDDDD informó sobre la existencia de un preacuerdo entre BBBBB y el grupo EEEEE, conforme al cual BBBBB adquirirá el 15% de las acciones de Acerías Paz del Río a un precio por acción de \$80.33<sup>32</sup>. En dicha reunión intervinieron, además del señor DDDDD, Lina María Rojas Socha, KKKKK y HHHHH.*

*En el curso de la investigación se estableció que el 11 de febrero de 2008, es decir, un día antes de la publicación de la noticia del acuerdo en cuestión, la doctora Rojas Socha habría adquirido la cantidad de 492.320 acciones de Acerías Paz del Río para algunos de sus clientes, dentro de los cuales se encontrarían dos parientes suyos, FFFFF<sup>33</sup> y la menor GGGGG<sup>34</sup>”.*

Por su parte, en la declaración rendida por la señora Lina Maria Rojas Socha ante funcionarios de AMV se observa que:

**“PREGUNTADO:** *Ud sabe con qué fin fue citada a esta diligencia?*

**CONTESTÓ:** *Entiendo que por el tema de la operación de la OPA con Paz del Río que se anunció el 12 de febrero de 2008.*

**PREGUNTADO:** *Cuéntenos de todo lo que haya tenido que ver en esa operación*

**CONTESTÓ:** *Acerías es cliente mío hace 5 años, no recuerdo exactamente, y llevo con ellos una relación comercial del día a día. El 28 de enero de 2008 hablé con HHHHH que es la persona que maneja la tesorería, (...) y me pidió que fuera a sus oficinas para una reunión posiblemente de Banca de Inversión con el señor DDDDD que es el Vicepresidente administrativo y financiero de Paz del Río. El 29 de enero a las 7:30 a.m. fui a la cita en compañía de IIIII y JJJJJ, (...). En esa reunión estuvimos nosotros 3, DDDDD y HHHHH. Esa reunión fue en Acerías en la calle 100, en una sala de juntas. Hablamos temas generales, en especial de nada, en temas de banca de inversión y al final de la reunión DDDDD nos pidió que le ayudáramos en el tema de costos para realizar un OPA de la cual no nos dio fecha ni mayores detalles. Nos manifestó la intención de realizar una OPA, para esto nos pidió que le averiguáramos los costos pertinentes y lo llamáramos o nos volviéramos a reunir. (...) El 1 de febrero nos llamó DDDDD y dijo que nos fuéramos para allá y salimos KKKKK y yo, los dos solos. Nos reunimos los tres únicamente y él le contó a KKKKK del negocio, lo que ya nos había contado a IIIII y a mí y nos pidió la propuesta de costos*

<sup>29</sup> Folios 17 a 23 de la carpeta de pruebas.

<sup>30</sup> Folios 28 a 38 de la carpeta de pruebas.

<sup>31</sup> Folios 6 a 15 de la carpeta de pruebas.

<sup>32</sup> De acuerdo con la declaración rendida por el señor DDDDD ante funcionarios de AMV el 25 de febrero de 2008, se estableció lo siguiente: i) El señor DDDDD se reunió en Brasil el día 20 de diciembre de 2007 con el señor XXXXX, Director Administrativo y Financiero de BBBBB, quién enteró al primero sobre la intención de dicha compañía en incrementar su participación accionaria en Acerías Paz del Río entre un 5 y 15%. ii) El señor DDDDD se enteró sobre el precio y el porcentaje de las acciones del acuerdo (9.9%), por ÑÑÑÑÑ, abogado de BBBBB, entre el 4 y 6 de febrero de 2008.

<sup>33</sup> Su suegra, según declaración rendida por Lina María Rojas Socha, página 7.

<sup>34</sup> Su sobrina, según anexo del formato de apertura de cuenta de GGGGG en Correval S.A. denominado “Formato Vinculación Personas Naturales”.

por que él necesitaba hablar con Brasil para poder tomar la decisión. Ahí quedamos de cuadrar la próxima reunión para llevarle los costos de Bolsa más lo que nosotros íbamos a cobrar por la operación. Quedó de llamarnos para decirnos cuando podíamos ir a llevarle los papeles y la llamada sucedió el 7 de febrero para que fuéramos de inmediato. KKKKK y yo nos presentamos alrededor de las 4 de la tarde. En esa reunión estuvo DDDDD, HHHHH, KKKKK y yo. En esa reunión él nos contó que existía un preacuerdo para comprarle a EEEEE y que necesitaba los costos para incluirlos en los papeles que iban a mandar a la Super y nos contó el precio de la OPA, que fue \$80.33, nos contó que iba a comprar el 11%, lo que correspondía a la participación de EEEEE. Ahí ya quedamos que el negocio se iba a hacer con nosotros **en la más absoluta confidencialidad**, KKKKK quedó de mandarle un mail a DDDDD, para que él le diera el visto bueno y así podría quedar registrado el nombre de CORREVAL en la documentación que se necesitaba enviar a la Super, luego se acabó la reunión. No pasó nada más. A mi DDDDD me llamó el martes 12 de febrero después del medio día para preguntarme como había recibido el mercado la noticia y como se había comportado la acción. Yo tenía un mensaje en el celular y yo le devolví la llamada ya después de haber cerrado el mercado. Cuando salimos de la reunión yo no volví a participar del proceso, fue un tema que no se comentó con nadie.

(...)

**PREGUNTADO:** Uds firmaron o formalizaron ese acuerdo de confidencialidad a que se ha referido?

**CONTESTÓ:** El 7 de febrero no firmamos ningún documento, KKKKK quedó de mandarle un mail a DDDDD en relación con lo que se había acordado en costos y DDDDD debía devolverlo con visto bueno para dejar el negocio pactado. No sé si DDDDD devolvió el mail con el visto bueno, por que ese correo debía salir del computador de KKKKK. Sobre la confidencialidad, el señor DDDDD dijo que **sobraba decir que el tema era de alta confidencialidad que confiaba en nosotros a lo cual dijimos que sí.**

**PREGUNTADO:** En la reunión del 7 de febrero o del 1 de febrero se habló o discutió el comportamiento del precio de la acción de Paz del Río?

**CONTESTÓ:** Si, en la reunión del 1 de febrero DDDDD nos pidió una explicación de mercado de por que estaba subiendo la acción, **en esos días entre 1 y el 7 HHHHH me llamó y me preguntó por que la acción estaba subiendo. En esos días DDDDD llamó a KKKKK y le pidió una explicación sobre el precio de la acción y le manifestó que confiaba en nosotros.** En la reunión del 1 de febrero KKKKK le dijo a DDDDD que el mercado estaba subiendo y que había varias versiones como el tema de las reservas de carbón, que habían salido muy altas y el valor patrimonial, en esa semana hubo muchos rumores de los que decía la gente. Después de esa reunión no sé quien llamó a KKKKK y le pidió información sobre el tema **ya que estaban molestos.** KKKKK le dijo a DDDDD que Correval no estaba moviendo posiciones, DDDDD le preguntó que si teníamos como saber quien estaba moviendo posiciones, KKKKK le dijo que el mercado era ciego, pero que podían hacer una investigación para que se mirara lo que estaba pasando y de por qué se estaban moviendo montos significativos en el mercado. KKKKK me contó de esa conversación. En la reunión del 7 DDDDD vuelve y nos pregunta y KKKKK le repite lo mismo y DDDDD dice que pese a todo ellos desean continuar y ahí si nos dice las condiciones exactas de la OPA. El 7 de febrero no teníamos una explicación concreta, sabíamos que por Correval no se estaban negociando cifras grandes pero

*no teníamos una explicación concreta, solo sabíamos de rumores del mercado pero nada concreto.*<sup>35</sup> (Negrillas fuera del original)

Por tanto, considera la Sala que desde el inicio del presente proceso disciplinario fue puesto de presente la relación comercial existente entre la sociedad comisionista de bolsa para la cual trabajaba la investigada en la época de ocurrencia de los hechos y la sociedad interesada en adelantar los trámites tendientes a efectuar una oferta pública de adquisición, así como que la misma investigada fue quien puso de presente que fue su cliente quien en reiteradas oportunidades compartió la información con ella y con los demás funcionarios de CORREVAL S.A., como una manifestación de su confianza para con ellos, razón por la cual no puede señalarse que se trate de un aspecto no tenido en cuenta a lo largo de la investigación, tal como se afirma en el texto del recurso de reposición.

En consecuencia, la Sala de Revisión considera pertinente precisar que la anterior circunstancia, es decir, la existencia de una relación comercial entre CORREVAL S.A. y la sociedad interesada en realizar una OPA sobre la especie Paz del Río, pone de presente la fuente de la cual recibió la investigada la información y que a la postre le permitirá realizar operaciones haciendo uso de la misma, pues como aparece en la declaración de la investigada, fue el Vicepresidente Administrativo y Financiero de Acerías Paz del Río y vocero de BBBB, quien en la tercera de las reuniones señaladas atrás (7 de febrero de 2008) informó sobre la existencia de un preacuerdo entre BBBB y el EEEEE, conforme al cual la primera adquiriría el 15% de las acciones de Paz del Río a un precio por acción de \$80.33. En conclusión, el hecho concreto es que un cliente de la sociedad comisionista de bolsa CORREVAL S.A., informa a unos funcionarios de ésta, dentro de los cuales se encuentra la investigada, acerca del citado preacuerdo con el objeto de adelantar los trámites relacionados con la realización de la OPA sobre acciones de la especie mencionada.

#### **4.5. Consideraciones sobre la proporcionalidad de la sanción y la graduación de la misma.**

En el recurso de apelación, tal como se señaló anteriormente, se solicitó de manera subsidiaria la aplicación por parte del Tribunal de los principios de proporcionalidad y disuasorio de la sanción, por cuanto considera la recurrente que la conducta de la investigada no afectó la totalidad del mercado de renta variable, a sus participantes o a la acción de la especie Paz del Río, motivo por el cual estima que la sanción debería adecuarse a tal circunstancia, disminuyendo su intensidad.

En efecto la recurrente apoyada en una sentencia<sup>36</sup> de la Corte Constitucional acerca del principio de proporcionalidad considera que al momento de la imposición de la sanción “(...) *debe examinarse la gravedad del injusto y, en tal sentido, la proporcionalidad entre el daño real o potencial generado por la conducta típica y la intensidad del daño real o potencial generado por la conducta típica y la intensidad de la sanción a imponer por la comisión de dicha conducta.*”<sup>37</sup>

De igual forma, la recurrente transcribe un aparte de la Resolución N° 4 de 27 de mayo de 2008 expedida por la Sala de Revisión, en la que a su juicio la

<sup>35</sup> Folio 000007 de la carpeta de pruebas.

<sup>36</sup> En el recurso se transcriben unos apartes de la sentencia C – 70 de 1996.

<sup>37</sup> Folio 000357 de la carpeta de actuaciones finales.

mencionada Sala se ocupó de "(...) examinar la proporcionalidad de una sanción impuesta por la Sala de Decisión "2" (...)", pronunciándose "(...) sobre la necesidad de examinar la antijuridicidad de la conducta al momento de imponer la sanción, (...)" así:

*"Son cuatro los principios que deben tenerse en cuenta al momento de valorar la aplicación de una sanción por parte del Tribunal Disciplinario de AMV, a saber: i) la proporcionalidad, ii) el efecto disuasorio, iii) contradicción y iv) revelación dirigida, aunque los dos últimos no se relacionan con la determinación de la sanción."*

*"Igualmente, señala el artículo 85 del Reglamento de AMV algunos criterios de graduación que deben considerarse para determinar las sanciones aplicables a los investigados, dentro de los cuales se resaltan la gravedad de los hechos y de la infracción y en ese contexto la forma como se afecta los bienes jurídicos tutelados, en este caso la confianza, transparencia e integridad del mercado."*

**"En esa perspectiva, en criterio de esta Sala debe valorarse el impacto de la conducta de la aquí investigada de cara al mercado en su conjunto, al mercado accionario y sus inversionistas y, de manera particular, a la especie utilizada."**

*"Sobre el particular, debe entonces indicarse que aunque esta instancia comparte plenamente los argumentos esgrimidos por la Sala de Decisión "2" en cuanto a lo que se espera sea el comportamiento de un administrador de una sociedad comisionista de bolsa y la gravedad de la conducta, en tanto la vulneración mayor que se da en ella es la trasgresión a los pilares del mercado de valores en la confianza, la transparencia y la simetría de la información, en este caso en particular es igualmente pertinente **indicar que, dado el tamaño del mercado accionario para la época de los hechos materia de investigación, que alcanzaría aproximadamente el 2% del mercado de valores y que fue sobre una especie determinada que se produjo la afectación en mención (la participación de la acción AA el día 4 de agosto de 2006 equivalía al 18% del total del mercado accionario y el total de acciones negociadas el mismo día frente al total de acciones en circulación del emisor fue del 5%), correspondiendo el monto transado por la Sra. Sinisterra a aproximadamente el 0.17% del total de las acciones en circulación de la sociedad emisora, la sanción debe ajustarse al impacto que la infracción conllevo para el mercado"**.*

*"Así las cosas, para esta Sala, se reitera, si bien la conducta de la investigada es calificada como grave, en la medida en la que con la misma el impacto al mercado de valores fue restringido por un lado a la propia especie en cuestión y por otro a un segmento menor del mismo, la sanción debe ser reducida sin quitarle en absoluto, como se ha indicado, lo reprochable de su comportamiento en términos de lo que se espera sea el de un sujeto, al que por ley le es aplicable una exigencia superior al del buen padre de familia, cual es la del buen hombre de negocios".<sup>38</sup> (Negrillas fuera del original).*

Seguidamente, la recurrente señala que la sanción a ella impuesta por la primera instancia<sup>39</sup>, no obstante invocar el principio de proporcionalidad, "(...) no examinó la antijuridicidad material de la conducta investigada o, como se expresa en la Resolución

<sup>38</sup> Las negrillas y el subrayado corresponden a la transcripción realizada por la recurrente pero no al texto original. Folio 000358 a 000359 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>39</sup> Un año de suspensión en concurrencia con una multa de \$10.000.000.



*trascrita a espacio*<sup>40</sup>, no valoró su impacto “de cara al mercado en su conjunto, al mercado accionario y sus inversionistas y, de manera particular, a la especie utilizada.”<sup>41</sup> Pues según la investigada, si la primera instancia hubiese realizado dicho examen habría considerado que la sanción impuesta no es proporcional con la conducta sancionada, en cuanto que esta “(...) no afectó ni puso en peligro el mercado de valores en su conjunto, el mercado accionario y sus inversionistas, y tampoco, de manera particular, la acción de Acerías Paz del Río.”<sup>42</sup>

En efecto, el artículo 80 del Reglamento de AMV señala que los principios de i) proporcionalidad, ii) efecto disuasorio, iii) contradicción y iv) revelación dirigida<sup>43</sup> deben observarse por el Tribunal Disciplinario para la imposición de las sanciones, mientras que el artículo 85 de igual disposición señala que para determinar las sanciones aplicables, el Tribunal Disciplinario apreciará la gravedad de los hechos y de la infracción, los perjuicios causados con la misma, los antecedentes del investigado y las demás circunstancias que a su juicio fueren pertinentes.

Así las cosas, en lo que tiene que ver con los argumentos relacionados con la falta de análisis de la antijuridicidad de la conducta cometida por la señora Lina Maria Rojas Socha, esta Sala se permite reiterar lo señalado en el numeral 4.2. de la presente providencia, es decir, que la dimensión del daño o peligro a los intereses jurídicos tutelados por las normas del mercado de valores no resultan ser un presupuesto para la determinación de la responsabilidad disciplinaria, sino que son un criterio para la graduación de las sanciones.

Ahora bien, como se observa en la transcripción de la Resolución No. 4 de 27 de mayo de 2008 expedida por la Sala de Revisión, fue bajo la previsión dispuesta en el artículo 85 del Reglamento de AMV que dicha Sala procedió a valorar el impacto de la conducta cometida por la persona allí investigada<sup>44</sup>, concluyendo que si bien la conducta endilgada es grave, al tener en cuenta que i) esta tuvo lugar dentro del mercado accionario colombiano el cual representa una pequeña proporción del mercado de valores; y ii) que la afectación recayó sobre una especie determinada, debía reducirse la sanción impuesta por la primera instancia.<sup>45</sup>

No obstante ello, esta Sala considera pertinente hacer los siguientes comentarios en relación con los argumentos sobre el impacto del uso de información privilegiada en el mercado accionario, contenidos en las Resoluciones Nos. 3 y 4 de 27 de mayo de 2008 de la Sala de Revisión.

<sup>40</sup> Se refiere a la Resolución No. 4 de 27 de mayo de 2008 expedida por la Sala de Revisión.

<sup>41</sup> Folio 000359 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>42</sup> *Ibíd.*

<sup>43</sup> El artículo 23 del decreto 1565 de 2006 señala: “Los organismos de autorregulación que desarrollen la función disciplinaria deberán observar en los procedimientos disciplinarios que adelanten los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción, efecto disuasorio, oportunidad, economía y celeridad, respetando en todo momento el debido proceso y el derecho de defensa del investigado.”

“Los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción y efecto disuasorio tendrán el significado señalado en el artículo 51 de la Ley 964 de 2005.”

<sup>44</sup> Realizar operaciones de compra y venta de acciones de AA y aconsejar a terceras personas la realización de operaciones sobre dicha especie violando la normativa que prohíbe el uso de información privilegiada en el mercado de valores.

<sup>45</sup> En el caso en comento, adelantado contra la señora Inés Elvira Sinisterra, en primera instancia se le impuso una sanción de expulsión la cual fue reducida por la Sala de Revisión a una de suspensión por el término de un año. Es importante señalar que igual argumentación fue tenida en cuenta por la Sala de Revisión en la Resolución N° 3 de 27 de mayo de 2008 en la cual, decidió modificar la sanción impuesta por la primera instancia al señor Cesar Mendoza Saenz, reduciéndola de una de expulsión y multa de \$79.849.520 a una de suspensión de dos años y multa de \$79.849.520.

Al comparar los temas analizados en las mencionadas Resoluciones Nos. 3 y 4, y hacer un parangón con el proceso adelantado en contra de la señora Lina María Rojas Socha, se encuentra que en los tres casos se trata de conductas que recayeron sobre una especie del mercado accionario<sup>46</sup>. De igual forma, en las referidas Resoluciones Nos. 3 y 4 se realizó por parte de la Sala de Revisión un análisis sobre el impacto que la conducta relacionada con el uso de información privilegiada le genera al mercado, en tratándose de casos que recaen sobre una especie del mercado accionario, análisis que en criterio de la recurrente no fue realizado por la Sala de primera instancia al momento de imponer la sanción, por las razones señaladas en el acápite anterior.

En ese sentido, la Sala se encuentra ante una argumentación que fue reiterada por la Sala de Revisión en dos casos y que tuvo como efecto la disminución de unas sanciones relacionadas con conductas sobre información privilegiada que fueron impuestas por la primera instancia, lo cual, en criterio de la Sala, ante casos análogos podría llegar a interpretarse como la aplicación de la doctrina probable.

Dicha doctrina, fue desarrollada a partir de lo dispuesto por el artículo 4° de la Ley 169 de 1896, según el cual, *“Tres decisiones uniformes dadas por la Corte Suprema como Tribunal de casación, sobre un mismo punto de derecho, constituyen doctrina probable, y los jueces podrán aplicarla en casos análogos, lo cual no obsta para que la Corte varíe la doctrina en caso de que juzgue erróneas las decisiones anteriores.”*

Ahora bien, la doctrina probable tiene plena aplicación en el caso de las altas cortes pertenecientes a la rama judicial, y nada obsta para que también pueda aplicarse en el desarrollo de la función disciplinaria adelantada a través de los órganos disciplinarios<sup>47</sup> de los organismos autorreguladores, toda vez que aquellos, con la motivación de sus decisiones van sentando sus posiciones sobre diferentes temas atinentes al mercado de valores, los cuales pueden ser traídos como doctrina en los diferentes procesos adelantados por el órgano disciplinario, que en el caso de AMV corresponde al Tribunal Disciplinario.

En ese sentido, a pesar de existir una doctrina reiterada, la autonomía interpretativa de la que goza el Tribunal Disciplinario le permite apartarse de aquella cuando considere erradas tales decisiones, o como en el caso de la Corte Constitucional, cuando se presenten *“(…) cambios que el constituyente introduzca en la normatividad (SIC); (ii) la evolución que vayan mostrando los hechos de la vida en sociedad y (iii) los nuevos enfoques que promueva el desarrollo del pensamiento jurídico,”*<sup>48</sup> situación que el propio Reglamento de AMV en el numeral 8° del artículo 98 reconoce en la medida que señala que dentro de las funciones de la Sala de Revisión se encuentra la de propender por la unificación de los criterios, la doctrina y la dosificación de las sanciones al interior del Tribunal.

Bajo el anterior sustento y en aras de la unificación de la doctrina y la dosificación de las sanciones al interior del Tribunal, esta Sala se permite señalar que no comparte los argumentos expuestos en las Resoluciones Nos. 3 y 4 de 27 de mayo de 2008 relacionados con el impacto que el uso de información privilegiada

<sup>46</sup> En las Resoluciones Nos. 3 y 4 se trató de conductas sobre información privilegiada en relación con la acción AA y en el caso que aquí nos detiene sobre la acción de Acerías paz del Río.

<sup>47</sup> Decreto 1565 de 2006 Artículo 22. “Órgano disciplinario del organismo de autorregulación. Los organismos de autorregulación que adelanten la función disciplinaria deberán contar con un órgano disciplinario, el cual será encargado de las funciones de decisión.” (...)

<sup>48</sup> Corte Constitucional Auto 223 agosto 16/2006 M.P. Jaime Córdoba.

tiene en tratándose del mercado accionario, por los motivos que se señalan a continuación.

En efecto, el artículo 335 de la Constitución Política establece que, entre otras actividades, la bursátil y en general las vinculadas al mercado de valores, son de interés público, situación que por sí misma resalta la importancia de éstas dentro del régimen económico colombiano, las cuales al estar vinculadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, se encuentran provistas de especial protección desde el punto de vista regulatorio, en tanto que para su adecuado funcionamiento, la confianza del público es uno de sus elementos esenciales. Una parte de tal protección se encuentra dispuesta en las normas que prohíben el uso de información privilegiada teniendo en cuenta la multiplicidad de bienes jurídicos que se ven vulnerados con su utilización indebida, como se vio anteriormente en esta providencia.

Es así como existen normas tendientes a prohibir el uso de información privilegiada en el mercado de valores, dentro de las que se encuentra el artículo 75 de la ley 45 de 1990, el artículo 50 literal e) de la Ley 964 de 2005, el literal c) del artículo 1.1.1.2 de la Resolución 1200 de 1995, el numeral 6º del artículo 5.1.3.1. del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia y el artículo 36 literal e) del Reglamento de AMV, ninguna de las cuales permite afirmar que la gravedad de la infracción por uso de información privilegiada dependa del mercado (deuda pública, deuda privada, accionario o derivados) en el que tenga lugar la conducta.

Así las cosas, es claro que lo que el legislador y el regulador pretenden mediante las disposiciones sobre información privilegiada, es dar una protección integral al público inversionista, pero no una protección limitada según el valor de que se trate, pues lo que se encuentra en juego con el uso de información privilegiada es la confianza del público inversionista, la transparencia, la equidad y la integridad del mercado, en la medida en que la comisión de tal conducta supone utilizar una información que no se encontraba disponible para todo el público inversionista, lo que constituye una ostensible ventaja en un mercado en el que la igualdad en el acceso a la información resulta esencial para la toma de decisiones, y por ello resulta indiferente la clase de valor y el tamaño del mercado en el que ésta se sucede, en tanto que la igualdad es una sola.

Una consideración en otro sentido llevaría al intérprete a establecer una diferenciación que la ley no dispone, contrariando ese derecho a la igualdad que en términos de protección se debe predicar frente a cualquier inversionista que acude al mercado de valores, creando con ello un “arbitraje doctrinario” y enviando al mercado un mensaje equivocado según el cual resultaría más grave utilizar información privilegiada en el mercado de renta fija que en el de renta variable, creando un incentivo perverso. Adicionalmente, no debe perderse de vista que la Ley 964 de 2005 señala que uno de los criterios de la intervención es que se propenda porque en la regulación y la supervisión se eviten los arbitrajes.<sup>49</sup>

Por tanto, para esta Sala, todos los inversionistas del mercado de valores requieren el mismo grado de protección frente a las diversas conductas que pueden afectar sus derechos, entre ellas, la utilización de información privilegiada,

---

<sup>49</sup> Numeral 9º del artículo 1º.

sin que sea viable predicar mayores o menores niveles de amparo en función del tipo de instrumento en el cual realizan su inversión.

#### **4.6. Conclusiones**

La Resolución N° 07 de marzo 5 de 2009 expedida por la Sala de Decisión "11" decidió la responsabilidad disciplinaria de la señora Lina Maria Rojas Socha por el incumplimiento de las disposiciones relativas al uso de información privilegiada<sup>50</sup>.

Dentro del texto de la referida Resolución, la mencionada Sala realizó un análisis de los elementos de la información privilegiada de acuerdo con lo establecido por el artículo 75 de la Ley 45 de 1990<sup>51</sup>, los cuales comparó con la información conocida por la señora Lina Maria Rojas Socha, esto es, los compradores, vendedores, precio y cantidad de acciones en la realización de una OPA sobre la acción de la especie Paz del Río, concluyendo que la información conocida por la investigada era de carácter privilegiada de acuerdo con los elementos señalados por la mencionada disposición.

Finalmente, la Sala de primera instancia estableció que la señora Lina Maria Rojas Socha realizó operaciones sobre la acción de la especie Paz del Río antes de que la información a la que nos hemos referido fuera pública, análisis a partir del cual dicha Sala decidió no otorgarle credibilidad a unas declaraciones extrajudiciales según las cuales la investigada habría realizado las operaciones siguiendo órdenes de sus clientes. El análisis referido fue confirmado en esta instancia de Revisión con base en la declaración realizada por la señora Rojas Socha y las manifestaciones de su apoderada, en el sentido de que no existieron órdenes por parte de sus clientes para realizar las operaciones sobre las acciones de la citada especie.

Así las cosas, sea lo primero señalar que esta Sala de Revisión luego de analizar el expediente, comparte en su totalidad los argumentos mediante los cuales la Sala de Decisión "11" encontró probada la responsabilidad disciplinaria de la señora Rojas Socha por el incumplimiento de las disposiciones relativas al uso de información privilegiada, pues además de estar así demostrado por el material probatorio, en el texto del recurso presentado por la investigada no se encuentra ningún argumento dirigido a desvirtuar la comisión de tal infracción o alguno que rechace tal conclusión, sino que más bien se hace alusión a que la conducta de la señora Rojas Socha no fue antijurídica, o en su defecto, que la sanción impuesta es desproporcionada.

Por lo tanto, queda claro para esta Sala que la señora Lina Maria Rojas Socha utilizó información privilegiada en el mercado de valores, en la medida en que conoció en forma previa a su publicación oficial el acuerdo de negociación realizado entre los accionistas de Acerías Paz del Río, EEEEE y LLLLL por una parte, y BBBB, por la otra, y antes de que el mismo se hiciera público celebró operaciones de compra de acciones de Acerías paz del Río por cuenta de algunos de sus clientes, entre ellos, dos de sus parientes, situación que a todas luces se

---

<sup>50</sup> Artículos 75 de la Ley 45 de 1990; 1.1.1.2 literal c) de la Resolución 1200 de 1995; 5.1.3.1. numeral 6° del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia, en concordancia con el 5.2.2.1 del mismo Reglamento, y 36 literal e) del Reglamento de AMV.

<sup>51</sup> 1) Que la información sea de carácter concreto; 2) que no haya sido a conocer del público y 3) Que de haber sido conocida la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente prudente y diligente al negociar los respectivos valores.

configura en una infracción a las normas del mercado de valores generadora de su responsabilidad disciplinaria y la consecuente imposición de una sanción.

Ahora bien, respecto de la solicitud formulada en el recurso de apelación, según la cual la sanción impuesta por la primera instancia a la señora Lina Maria Rojas Socha por haber utilizado información privilegiada resulta desproporcionada, es importante reiterar que el Reglamento de AMV señala en el numeral 8º de su artículo 98 que una de las funciones de la Sala de Revisión es propender por la unificación de los criterios, la doctrina y la dosificación de las sanciones del Tribunal Disciplinario.

Así las cosas, considera la Sala que la sanción impuesta por la primera instancia consistente en la suspensión por el término de un año en concurrencia con una multa de \$10.000.000 guarda coherencia con la gravedad de la conducta desplegada por la señora Rojas Socha al realizar las operaciones del 11 de febrero de 2008, sobre la especie Paz del Río, por cuenta de seis de sus clientes, haciendo uso de información privilegiada.

Para la Sala de Revisión esta sanción tiene relación directa con la gravedad y nocividad misma de la conducta de utilización de información privilegiada en el mercado de valores<sup>52</sup>, sobre la cual se manifestó la Sala en el aparte primero de esta Resolución, sin que sea pertinente entrar a analizar la consideración sobre la existencia de una relación comercial entre CORREVAL S.A. y la sociedad interesada en realizar una OPA sobre la especie Paz del Río y la confianza que ésta depositó en la investigada, ya que este aspecto, se reitera una vez más, simplemente es indicativo de la fuente y forma en que la investigada adquirió la información antes que ésta se hiciera pública.

Adicionalmente, esta Sala, como se explicó anteriormente, se aparta de la doctrina de la Sala de Revisión establecida en las Resoluciones Nos. 3 y 4 de 27 de mayo de 2008, pues estima que no es aceptable como criterio de atenuación de la conducta de utilización de información privilegiada en el mercado de valores, la clase de mercado donde dicha infracción se cometa, sea este de deuda pública, de deuda privada, accionario o de derivados, ni los instrumentos transados en relación con los cuales se actúe por el infractor, dado que el mercado de valores es uno sólo y como tal todos los inversionistas que acuden a él deben ser objeto del mismo grado de protección.

De otro lado, la Sala también quiere ser expresa en que, como se señaló anteriormente, el marco legal establecido en el país para el ejercicio de la autorregulación de las entidades que realicen actividades de intermediación de valores no contempla la dimensión del daño o peligro a los intereses jurídicos tutelados a través de la normativa del mercado de valores, como un elemento a partir del cual se configure la responsabilidad disciplinaria, ya que este aspecto es uno más de los criterios que se deben tener en cuenta pero de manera exclusiva al momento de graduar la sanción a imponer.

Por otra parte, la Sala no quiere dejar de reconocer la actitud honesta y valerosa de la investigada durante la audiencia realizada el 13 de mayo del presente año, al confesar no haber contado de manera previa con las ordenes de sus seis clientes

---

<sup>52</sup> No debe olvidarse que el artículo 258 del Código Penal tipifica el delito de utilización indebida de información privilegiada.

para la realización de la compra de acciones de la especie Paz del Río el 11 de febrero de 2008.

No debe olvidarse que uno de los objetivos del esquema de autorregulación adoptado en Colombia<sup>53</sup> es el logro de mayores niveles de profesionalización de los diversos partícipes del mercado de valores, aspecto que se debe manifestar en la honestidad tanto en las relaciones que éstos mantienen con sus clientes, como en la relaciones que voluntaria u obligatoriamente, caso este último del proceso disciplinario que nos ocupa, se establecen con el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Revisión, integrada por los doctores Stella Villegas de Osorio, Teresita Arando Arango (Ad – Hoc) y German Darío Abella Abondano, por unanimidad

### **RESUELVE:**

**ARTÍCULO PRIMERO: CONFIRMAR** en todas sus partes la Resolución N° 07 de 5 de marzo de 2009 mediante la cual la Sala de Decisión “11” del Tribunal Disciplinario decidió sancionar con una **SUSPENSIÓN** por el termino de doce (12) meses en concurrencia con una **MULTA** por diez millones de pesos M/CTE \$10.000.000 a la señora Lina Maria Rojas Socha identificada con la cédula de ciudadanía N° 46.373.562, funcionaria de la Sociedad Comisionista de Bolsa Correval S.A., para la época de ocurrencia de los hechos, por el incumplimiento de las disposiciones relativas al uso de información privilegiada que se endilgaron como violadas.

**ARTÍCULO SEGUNDO: SOLICITAR** al Presidente de AMV que en atención de lo dispuesto por el literal q) del artículo 12 del Reglamento de AMV revise los hechos relacionados con las declaraciones extrajuicio aportadas por la defensa en la primera etapa del proceso disciplinario y, de encontrar fundamentos suficientes sobre la violación a las reglas que deben regir las pruebas del proceso disciplinario, poner de manera inmediata dichos hechos en conocimiento de las autoridades judiciales y/o disciplinarias competentes.

**ARTÍCULO TERCERO: ADVERTIR** a las partes que contra la presente Resolución no procede recurso alguno.

**ARTÍCULO CUARTO: INFORMAR**, en cumplimiento de lo establecido por el artículo 29 de la Ley 964 de 2005 y el artículo 27 del Decreto 1565 de 2006 a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre la decisión adoptada una vez ésta se encuentra en firme.

### **NOTIFIQUESE Y CUMPLASE**

---

<sup>53</sup> Ley 964 de 2005 y Decreto 1565 de 2006.

**GERMAN DARIO ABELLA ABONDANO  
PRESIDENTE**

**JUAN PABLO BUITRAGO LEÓN  
SECRETARIO**