

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA - AMV -

TRIBUNAL DISCIPLINARIO

SALA DE REVISIÓN

RESOLUCIÓN No. 09

Bogotá D.C., 21 de septiembre de 2012

NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: 01-2010-150

INVESTIGADO:

ROSA AMELIA BUSTOS SIERRA

RESOLUCIÓN:

SEGUNDA INSTANCIA

Decide la Sala el recurso de apelación interpuesto por **ROSA AMELIA BUSTOS SIERRA** contra la Resolución No. 4 del 31 de julio de 2012, por la cual la Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario de AMV le impuso una sanción de expulsión, por el incumplimiento de los artículos 36 literal a)¹, 53², y 40³ del Reglamento de AMV y del literal d) del artículo 1.1.1.2 de la Resolución 1200 de 1995⁴ (actualmente el artículo 7.6.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010), vigentes para la época de ocurrencia de los hechos investigados.

1. ANTECEDENTES GENERALES DE LA ACTUACIÓN

¹ **Artículo 36, literal a) del Reglamento de AMV, vigente para la época de los hechos:** "En el desarrollo de la

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

² **Artículo 53 del Reglamento de AMV, vigente para la época de los hechos:** "En su actividad de intermediación las personas naturales vinculadas deben obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios, según lo establezcan las normas que desarrollen dichos conceptos".

³ **Artículo 40 del Reglamento de AMV, vigente para la época de los hechos:** "Los sujetos de autorregulación deben procurar las mejores condiciones de ejecución y precio para sus clientes, incluyendo las operaciones en las cuales la contraparte de la compraventa es el mismo miembro".

⁴ **Literal d) del artículo 1.1.1.2. de la Resolución 1200 de 1995 (hoy día Artículo 7.6.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010)**

Principios orientadores. "Para los efectos del presente decreto se consideran principios orientadores en relación con los conflictos de interés y el manejo de información privilegiada los siguientes:
(...)

d) Lealtad: Se entiende por tal la obligación que tienen los agentes de obrar simultáneamente de manera íntegra, franca, fiel y objetiva, con relación a todas las personas que intervienen de cualquier manera en el mercado.

Entre otras conductas, son expresión del principio de lealtad: (1) abstenerse de obrar frente a conflictos de interés; (2) abstenerse de dar información ficticia, incompleta o inexacta; (3) omitir conductas que puedan provocar por error la compra o venta de valores y (4) evitar participar bajo cualquier forma en operaciones no representativas del mercado".

El 30 de enero de 2010 AMV inició el proceso disciplinario No. 01-2010-150 contra Rosa Amelia Bustos Sierra, en su calidad de Jefe de División de la Tesorería del EEEE, para la época de los hechos investigados, para lo cual le envió una solicitud formal de explicaciones, bajo la consideración preliminar de que la investigada habría vulnerado las disposiciones ya enunciadas en esta Resolución.

La inculpada presentó respuesta a la solicitud formal de explicaciones mediante escrito del 4 de agosto de 2010, que obra en el expediente⁵.

AMV formuló el respectivo pliego de cargos el 3 de agosto de 2011⁶. El investigado le dio respuesta mediante escrito del 30 de agosto del mismo año⁷.

El 31 de julio de 2012, la Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario puso fin a la primera instancia en el proceso. El día 22 de agosto de 2012, el investigado interpuso recurso de apelación contra dicha decisión⁸, del cual se surtió el respectivo traslado a AMV, quien se pronunció sobre el mismo mediante escrito del 5 de septiembre del mismo año⁹.

2. SÍNTESIS DEL PLIEGO DE CARGOS FORMULADO

AMV imputó cargos a la investigada porque encontró que entre el 6 de agosto de 2007 y el 18 de junio de 2008, celebró 37 operaciones de compra de títulos para el EEEE, de cuyas características dedujo, en sus términos, un beneficio indebido a favor de un tercero: la sociedad CCCC, en detrimento de los intereses de dicha Entidad pública.

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

- De las 37 operaciones celebradas, 36 de ellas (97,30%), arrojaron pérdida por valoración el día de la compra, que ascendieron a la suma de \$220.805.5165.
- En 27 de ellas, (72,97%) se identificó que la tasa de compra se ubicó por debajo de la tasa de valoración del día anterior. En estas 27 operaciones la pérdida por dicho concepto el día de la compra fue de \$176.995.827.

El Instructor contó con LOG de auditoría para 28 de las 37 operaciones objeto de evaluación y encontró lo siguiente:

- En el 100% de los casos se ingresó primero la oferta de venta por parte de la sociedad comisionista que actuó de acuerdo con las

⁵ Folios 22 a 42 de la carpeta de actuaciones finales.

⁶ Folios 155 a 188 de la carpeta de actuaciones finales

⁷ Folios 195 a 225 de la carpeta de actuaciones finales

⁸ Folios 277 a 346 de la carpeta de actuaciones finales

⁹ Obra a folios 348 a 369 de la carpeta de actuaciones finales.

órdenes de CCCC y, posteriormente, la investigada ingresó la punta de compra que generó el calce.

- En 18 operaciones (64,29%), hubo calces previos a una mejor tasa de compra. En los 10 casos restantes no se celebró ninguna operación antes de la compra del EEEE.
- En 19 operaciones se identificó que, con posterioridad al calce del EEEE, otros operadores ingresaron puntas de venta a tasas iguales o superiores entre medio y cuatro puntos básicos respecto de la tasa de calce de la operación investigada, e incluso en una de ellas a una tasa 1 punto básico por debajo de esta, sin que ello hubiera generado calce en 16 ocasiones (84,21%).
- Las utilidades obtenidas por CCCC sobre los títulos que posteriormente compró el EEEE en las 37 operaciones celebradas por la investigada, ascendieron a \$249.573.043, cifra que a su vez se habría traducido en una menor rentabilidad de compra para la mencionada entidad pública.
- En todos los casos la celebración de las operaciones tuvo una dinámica y patrones comunes, uno de los cuales, según el Instructor, fue el "adelgazamiento"¹⁰ de los títulos.
- Se trató de operaciones de compra de títulos de baja bursatilidad.
- Los vendedores siempre fueron fideicomisos constituidos por CCCC.

Advirtió AMV igualmente que la probabilidad de que un agente opere reiteradamente con la misma contraparte, con resultados siempre favorables para una de ellas (CCCC en este caso), era muy aproximada al 0%.

Remitió también en su análisis a los log de auditoría de las negociaciones (prueba documental), que describía de forma objetiva las inusuales características y patrones de las operaciones cuestionadas.

Resaltó además que la investigada conocía a los socios de CCCC "años atrás (...) en desarrollo de sus funciones en el EEEE".

Así mismo, destacó la existencia de un contacto permanente entre la inculpada y los socios de CCCC, e indicó que existió una relación directa entre dichas llamadas y la concreción de las operaciones. Expresó que la investigada asumió un comportamiento "activo", con "planeación" y "coordinación" con los socios de CCCC para el desarrollo de las operaciones cuestionadas.

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

AMV concluyó entonces en la etapa de instrucción que la investigada: (i) desatendió el deber de lealtad y profesionalismo, en la medida en que celebró las mencionadas operaciones con el aparente propósito de beneficiar indebidamente a un tercero, e (ii) incumplió el deber de mejor ejecución ya que las operaciones antes mencionadas no se realizaron en las mejores condiciones de mercado para el EEEE.

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

La investigada, por conducto de apoderada, formuló en su defensa los argumentos de fondo que se resumen a continuación:

1. AMV perdió la competencia para formular pliego de cargos por lo cual, al hacerlo, excedió su facultad legal por transcurso del tiempo de conformidad con los artículos 65, inciso 3° y 93, inciso 3° del reglamento de AMV.
2. Frente a la supuesta inobservancia de los deberes de lealtad y profesionalismo, señaló que no existe un precepto legal que defina la expresión "condiciones de mercado" y, por lo tanto, es inviable pretender fundamentar un reproche sobre tal concepto.
3. Las transacciones efectuadas se sujetaron a los principios que sustentan la metodología de negociación del MEC.
4. De acuerdo con el acervo probatorio que obra en el expediente, no existe ninguna prueba directa o indirecta que permita establecer que la inculpada participó en un designio fraudulento conforme al cual los socios de CCCC obtendrían ganancias a través de operaciones en el mercado de valores.
5. Las llamadas a celular con los socios de CCCC tuvieron un interés diverso al presumido por AMV. Se vincularían con unos aparentes acercamientos en procura "*de la realización de proyectos inmobiliarios para el EEEE*".
6. No constituye un hecho inusual que a su teléfono celular ingresaran diariamente múltiples llamadas "*en virtud de sus funciones, las cuales no se limitaban al manejo del portafolio*", Tampoco era extraña la comunicación con los socios de CCCC, ya que "*se trataba de personas de una amplia y permanente dinámica en el mercado.*"
7. En el período comprendido entre el 6 de agosto de 2007 y el 18 de junio de 2008, se efectuaron en el EEEE un total de 151 operaciones con 24 contrapartes, a pesar de que la Entidad contaba con aproximadamente 90 cupos de negociación disponibles en el MEC. Ello indicaría que no existió un preacuerdo para la celebración de las operaciones cuestionadas, pues "*el funcionamiento del mercado conduce a que no se hagan las operaciones con un gran número*

de contrapartes (...) a pesar de que la entidad cuente con cupos aprobados con un gran número de actores del mercado”.

8. El deber de mejor ejecución sólo es predicable de las sociedades comisionistas de bolsa, calidad que desde luego no ostenta el EEEE, de quien la investigada fungía como persona natural vinculada al momento de ocurrencia de los hechos.

4. LA RESOLUCIÓN DE PRIMERA INSTANCIA

La Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario avocó el conocimiento de la investigación disciplinaria y, según se indicó, mediante Resolución No. 4 del 31 de julio de 2012, le puso fin a la actuación en primera instancia.

La Resolución se refirió, en síntesis, a los siguientes aspectos:

- i) Encontró acreditada la realización de 37 operaciones que no estuvieron acordes con las condiciones normales de mercado. A juicio del a quo, en tales operaciones se adquirieron títulos provenientes de CCCC sin que la investigada, compradora para el EEEE, procurara mejorar la tasa a la que eran ofrecidos. En dichas operaciones, EEEE siempre obtuvo utilidades y se generó una menor rentabilidad para la mencionada entidad pública.

Precisó, en esencia, que la investigada violó el deber de mejor ejecución porque no procuró mejorar la tasa a la que le fueron ofrecidos los títulos en esas 37 operaciones.

- ii) Concluyó que la investigada privilegió deliberadamente a terceras personas, sin consultar el interés legítimo del EEEE, sirviéndose para ello de herramientas del mercado que legitimaran su accionar repetido y homogéneo, describiendo con ello un actuar preconcebido, contrario a la probidad y a la lealtad que dicha Entidad pública y la institucionalidad y corrección propias del mercado le demandaban como profesional.
- iii) Por la descripción de los patrones, características y efectos de las operaciones celebradas por la investigada, el a quo también concluyó que la investigada faltó al deber de mejor ejecución, que la obligaba, a procurar las mejores condiciones de ejecución y precio para el EEEE.

5. EL RECURSO DE APELACIÓN INTERPUESTO POR LA INVESTIGADA

La señora Bustos Sierra, por intermedio de apoderada, interpuso en

tiempo recurso de apelación contra la Resolución de primera instancia.

En esencia, reiteró los planteamientos aducidos a lo largo de la instrucción del proceso¹¹.

6. RESPUESTA DE AMV AL RECURSO INTERPUESTO POR EL INVESTIGADO

De conformidad con lo establecido en el artículo 87 del Reglamento de AMV, la Dirección de Asuntos Legales y Disciplinarios del Autorregulador se pronunció sobre los planteamientos expuestos en el recurso de apelación formulado por el investigado, remitiéndose para el efecto, en esencia, a los argumentos expuestos a lo largo de la instrucción del proceso.

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.

7.1 Consideraciones sobre los planteamientos de fondo formulados por la recurrente

7.1.1 La pretendida ausencia de competencia temporal de AMV para formular el pliego de cargos y la consecuente ilegalidad de la Resolución recurrida "por extinción de la facultad sancionatoria".

La recurrente sostuvo que de acuerdo con lo prescrito en el artículo 65 del Reglamento de AMV "*no podrá formularse pliego de cargos después de transcurrido un año contado a partir del día hábil siguiente a aquel en que se venza el término que tenga el investigado para rendir explicaciones*". De igual manera, expresó que de conformidad con lo consignado en el artículo 93 *ibídem*, la notificación del pliego de cargos debe hacerse a través de una comunicación escrita dirigida al investigado o a su apoderado, la cual "*se entenderá cumplida al tercer día hábil siguiente al de su fecha de envío*".

¹¹ La investigada formuló en el recurso varios argumentos que, como cuestiones previas, y bajo el título de "*Ilegalidad de la sanción*", cuestionan i) la competencia de AMV para proferir la sanción "*por extinción de la facultad sancionatoria, por factor temporal*", y ii) supuesta violación al Debido Proceso, por ausencia de valoración integral de las pruebas aportadas, la inaplicación presunta de la Presunción de inocencia y la inobservancia del Principio de Proporcionalidad en la dosificación de la sanción impuesta.

La Sala abordará esos aspectos en el capítulo de consideraciones de fondo de la providencia, no sólo porque esa es la naturaleza de los planteamientos formulados, sino porque además así lo solicita el recurrente cuando remite a su consideración para "*para que se revoque la Resolución por ser contraria al Principio de Legalidad*" (Se resalta).

Indicó que en el presente caso la revisión de fechas y términos "permite evidenciar que el 4 de agosto de 2010 vencía el término para rendir explicaciones, por lo cual el pliego de cargos debería haber quedado debidamente formulado a la investigada en un término máximo que vencía transcurrido un año contado a partir del día hábil siguiente, es decir, el 5 de agosto de 2011. (...) En el presente caso, entendiendo que la fecha de envío del pliego de cargos fue el 3 de agosto de 2011 –fecha que tiene tal providencia-, se encuentra que el tercer día hábil siguiente corresponde al lunes 8 de agosto de 2011, fecha para la cual ya se había extinguido para AMV la competencia temporal para efectuar la formulación de cargos (...) la formulación de cargos debía entenderse válidamente cumplida a más tardar el día 5 de agosto, y no el 8".

El a quo consignó en la providencia recurrida que la apoderada de la investigada recibió personalmente el escrito de imputación de cargos el día 4 de agosto de 2011, antes de que venciera el término reglamentario para formularlo y hacerlo conocer (término éste que, a su juicio, vencía el día 5 de ese mes y año).

La recurrente, sin embargo, se opuso a la tesis de la notificación personal y adujo que la notificación del pliego de cargos se surtió a través del mecanismo de la comunicación escrita, enviada a su oficina el 3 de agosto de 2011 y recibida por ella al día siguiente. En consecuencia, insiste en que, en aplicación de lo dispuesto en el inciso tercero del artículo 93 del Reglamento de AMV, la notificación solo quedó cumplida tres días después de dicho envío, esto es el día 8 de agosto. Para este día, indicó, ya estaba excedido el término de un año con que AMV cuenta para formular el pliego.

En apoyo de su argumento, sostuvo en el recurso que "la prórroga conferida para la presentación de los descargos (...) determinó la extensión del plazo hasta el día 30 de agosto de 2011, fecha en que se radicó el escrito correspondiente. Es decir, el inicio del cómputo del plazo (...) fue el día en que quedó cumplida la notificación por aviso: el 8 de agosto".

La Sala de Revisión encuentra necesario formular los siguientes planteamientos que apoyan la idea de que, contrario a lo sostenido por la recurrente, el pliego de cargos fue debida y oportunamente formulado al investigado:

- i) El 4 de agosto de 2010 venció el término del que disponía la investigada para pronunciarse frente a la Solicitud Formal de Explicaciones¹².
- ii) En los términos ya señalados del Reglamento, AMV contaba con plazo hasta el 5 de agosto de 2011 para formular pliego de cargos.
- iii) El pliego de cargos fue formulado el día 3 de agosto de 2011 y notificado mediante comunicación remitida ese mismo día y recibida al

¹² Ver folio 21 del cuaderno de actuaciones finales

siguiente por la propia apoderada de la investigada¹³.

El artículo 65, inciso tercero, del Reglamento, que AMV no demanda al Instructor una actividad distinta a la formulación del pliego. Basta entonces con que se produzca el acto respectivo. La norma no menciona que dentro del término del año allí indicado deba notificarse la decisión. La formulación del pliego de cargos es un acto que impulsa el proceso, a cargo de AMV, acto que en el presente proceso resulta probado que se produjo en forma oportuna, en tanto que le fuera remitido a la apoderada de Rosa Amelia Bustos Sierra dentro del término previsto por el Reglamento.

Desde luego, ello no significa que dicha providencia se conserve en el fuero interno de quien la profiere. Por ello debe notificarse, para efectos de trascender al investigado, como destinatario de la misma. Sin embargo, ese ejercicio de publicidad está contemplado en otra disposición del Reglamento: su artículo 93, inciso tercero, que prevé un término de tres días para ese propósito. Este último término, se insiste, no queda comprendido en el del año al que se refiere el mencionado artículo 65, pues las dos normas se refieren a eventos diferentes: producción y notificación del acto.

A juicio del ad quem, si la lógica que subyace en el artículo 65 del Reglamento hubiera sido la de incluir la notificación dentro del término del año allí consignado, así lo hubiera señalado de forma expresa, evitando el uso de la expresión "formular". En dicha normativa se prefirió entonces abordar en preceptos diferentes los aspectos concernientes a la producción de la decisión y a su notificación.

En conclusión, al proferir el pliego de cargos el 3 de agosto de 2011, AMV actuó dentro de los límites temporales exigidos en el Reglamento, teniendo en cuenta que el plazo para el efecto se agotaba el día 5 de ese mismo mes y año.

Formulado el pliego de cargos, el paso subsiguiente fue la notificación respectiva, que se surtió con el envío de la comunicación de rigor, hasta el día 8 de agosto. A partir de esa fecha, la investigada contó con plazo hasta el día 30 de ese mismo mes (incluida la prórroga solicitada, cuya concesión, por demás, se calculó desde el día 8, cumplida la notificación). Finalmente, y de manera oportuna, los descargos fueron aportados al expediente el mencionado 30 de agosto.

Por las razones expuestas, no encuentra la Sala que haya prescrito la oportunidad con que AMV contaba para formular el pliego de cargos, como se sostuvo en el recurso.

7.1.2. Características de las operaciones celebradas por la investigada.

De acuerdo con lo concluido por AMV, luego validado por el a quo, la investigada celebró 37 operaciones de compra de títulos para el EEEE *"cuyas características evidencian que las mismas se realizaron con el propósito de beneficiar indebidamente a un tercero ajeno a dicha*

¹³ Ver folio 153 de la carpeta de actuaciones finales

entidad" (Se destaca).

Verificados también por esta Sala los precios de valoración publicados por INFOVAL, contrastados con los precios de calce de las mencionadas operaciones y confrontados también los logs de auditoría de las mismas, esta Sala de Revisión comparte la apreciación del a quo en el sentido de que, efectivamente, tales operaciones participan de las inusuales características advertidas ya en los preliminares de esta providencia.

Las características de las operaciones y, particularmente, el efecto y resultado que produjeron, beneficiando en todos los casos a un tercero, no encajan en las reglas de la experiencia, la probabilidad y la razón. Tampoco corresponden al normal suceso de las transacciones en el mercado. Las operaciones generaron ganancias por \$249.573.043, cifra que a su vez se habría traducido en una menor rentabilidad de compra para la mencionada entidad pública.

Para la Sala la descripción inusual de patrones y caracteres de las operaciones no guarda correspondencia con los "parámetros normales de mercado". Igualmente, comparte en este punto el razonamiento del a quo según el cual la investigación no está referida al concepto de "operaciones no representativas de mercado" al que, en su momento, hizo referencia el Decreto 1172 de 1980 y que solía concretarse en conductas de manipulación del mercado, que no son las investigadas en esta actuación disciplinaria.

Destaca la Sala que esta inusual tipología de operaciones supuso además el desconocimiento de las prescripciones contenidas en el *Manual de Políticas, Responsabilidades y Reglas de operaciones para efectuar operaciones de Tesorería del EEEE*¹⁴, que establecía que la inversión de los recursos del EEEE debía hacerse de acuerdo "con las condiciones de mercado".

La obligación profesional de la investigada, como responsable principal de la gestión de tesorería del EEEE, suponía privilegiar en el manejo de sus recursos las estrategias que propendieran por el aumento de su valor y rendimiento real, deber que desatendió por más de diez meses, en 37 ocasiones, al comprar los títulos con la descripción de las características y efectos desacostumbrados, mencionados en esta providencia y con el singular efecto de beneficiar, invariablemente, a un tercero.

7.1.3 De la realización de las operaciones a través del sistema transaccional MEC

La recurrente formula de nuevo el argumento según el cual las operaciones cuestionadas fueron realizadas a través del MEC, mecanismo que, según su criterio, impide calzar operaciones con puntas que no sean

¹⁴ Que milita a folios 649 al 656 y 1154 al 1232 de la carpeta de pruebas del expediente.

las mejores del mercado en el momento específico en que se celebra una operación.

Resulta útil expresar que el Mercado Electrónico Colombiano -MEC- es el sistema centralizado de operaciones de negociación y registro sobre valores administrado por la Bolsa de Valores de Colombia S.A.; su objetivo como plataforma transaccional electrónica es permitir que los agentes del mercado puedan transar productos financieros en forma ágil, transparente y segura, como resultado de los encuentros espontáneos de oferentes y demandante de valores, garantizando la libre concurrencia de agentes en el mercado.

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

En ese orden de ideas, aunque las operaciones reprochadas se transaron en el MEC, ello no impidió que con su celebración se desconocieran los referentes de negociación del mercado en la adquisición de especies para el EEEE. En otras palabras, la investigada no hizo buen uso de dicho sistema de negociación, en detrimento de los intereses de dicha entidad pública.

Esta Sala de Revisión constató que en el ciento por ciento de las operaciones directamente celebradas por la investigada, se sirvió del mecanismo de ingresar en el sistema las puntas de compra siempre después de incorporadas las de venta por parte de las sociedades comisionistas que actuaban por cuenta del cliente CCCC y a la misma tasa por ellas ofrecida. Siempre se plegó en un todo a las condiciones ofrecidas por el vendedor, con el efecto ya indicado.

Dicho procedimiento revela, a juicio de esta Sala, la inadecuada utilización del MEC, a la cual se hizo referencia.

Por otro lado, para la Sala es claro que los operadores del mercado pueden ingresar en el MEC las tasas que les resulten más convenientes, y de esa manera, procurar mejoras en el precio del título en el cual están interesados o incentivar a otras posibles contrapartes a que agredan la punta expuesta u ofrezcan tasas que puedan resultar más atractivas¹⁵; sin embargo, esto no fue lo que hizo la investigada.

¹⁵ Ver Reglamento MEC, Artículo 2.3.1.1.-Metodologías de Negociación-. Disponible en www.bvc.com.co

Está claro para la Sala que en el caso materia de estudio la utilización del MEC no es evidencia, entonces, de que las operaciones fueron realizadas en las mejores condiciones para el EEEE.

7.1.4 Sobre las tasas de compra de las operaciones y la valoración de los títulos

La recurrente sostuvo que *“(...) no se incumple norma o reglamento alguno, en el caso de no tomar como referencia la tasa de valoración del día anterior”*. En ese sentido, planteó también que la valoración a precios de mercado es solamente un efecto contable en la dinámica de los negocios celebrados.

Sostuvo igualmente que para un operador es imposible saber con antelación cuál va a ser la tasa de valoración del día, porque ese dato sólo se conoce al final de la jornada y corresponde al promedio de todas las operaciones efectuadas durante la sesión de negociación. En consecuencia, indicó, al momento de ejecutar una operación la tasa de valoración es desconocida, por lo cual no es una falta de profesionalismo o lealtad el comprar por debajo de dicha tasa.

Por último, expresó que tratándose de títulos de deuda pública interna, como los transados en las operaciones cuestionadas, sus precios y tasas se ven afectados minuto a minuto por los hechos y expectativas económicas generados durante la jornada de negociación, lo cual hace aún más impredecible el comportamiento de ese indicador.

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

La Circular Externa 003 de 2004 de la Superintendencia Financiera consigna que *“la valoración de las inversiones tiene como objetivo fundamental el cálculo, el registro contable y la revelación al mercado del valor o precio justo de intercambio al cual determinado valor o título, podría ser negociado en una fecha determinada, de acuerdo con sus características particulares y dentro de las condiciones prevalecientes en el mercado en dicha fecha”*.

El valor o precio justo de intercambio de un valor debe corresponder a aquél por el cual un comprador y un vendedor suficientemente informados estarían dispuestos a transarlo. En consecuencia, lejos de poderse apreciar solo como un “efecto contable”, la valoración a precios de mercado se constituye en una herramienta técnica que permite establecer el precio justo de intercambio de los diferentes títulos que se negocian en el mercado.

La Circular Externa 30 de 2009 de la misma Superintendencia, incorporada

en la Circular Básica Contable y Financiera 100 de 1995 establece los objetivos de la valoración de inversiones a precios de mercado, de la siguiente manera:

"La valoración de las inversiones tiene como objetivo fundamental el cálculo, el registro contable y la revelación al mercado del valor o precio justo de intercambio al cual un valor, podría ser negociado en una fecha determinada, de acuerdo con sus características particulares y dentro de las condiciones prevalecientes en el mercado en dicha fecha."

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

En la presente actuación disciplinaria, el análisis de los logs de auditoría demuestra que, en general, las operaciones celebradas para el EEEE, se hicieron sin atender la información que les suministraban los precios de referencia del mercado (publicados por INFOVAL) que, ponían de presente la existencia de mejores tasas.

En ese sentido, si bien es cierto que, como lo consigna la investigada, el resultado de la valoración a precios de mercado de una inversión se conoce con certeza sólo al final del día y es hasta ese momento que se determina el impacto que tiene dicha inversión en los estados financieros de la entidad compradora, no lo es menos que, cuando se trata de establecer la tasa de negociación de especies poco líquidas como las transadas en el caso que nos ocupa, los operadores toman como referencia la última tasa de valoración conocida.

El administrador profesional de recursos de terceros debe informarse de manera suficiente sobre la forma como se están moviendo los precios en el mercado y sobre sus tendencias. No de otra forma puede asegurarse de que las negociaciones que se propone concretar atienden adecuadamente los intereses de su cliente. No es razonable que un agente del mercado opere repetidamente sin tener en cuenta las referencias del mercado, como lo hizo la investigada.

Está acreditado en esta actuación (así lo demuestran los logs de auditoría) que la mayoría de las operaciones se hicieron, en efecto, a la tasa más baja de negociación del día, por debajo de la valoración del día anterior y que generaron pérdidas por valoración el día de la compra. Este no fue un hecho "aislado" o "circunstancial", sino uniforme y extendido en el tiempo¹⁶.

Ahora bien, con respecto al argumento según el cual "los precios de estos activos estarían afectados por los hechos y expectativas económicas que se conozcan durante la jornada de negociación", para la Sala es preciso tener en cuenta que los títulos negociados en las 37 operaciones objeto de investigación, correspondieron a TES UVR y TES tasa fija, de baja liquidez, tal

¹⁶ Claramente la actuación disciplinaria está estructurada sobre la base de la realización repetida de negociaciones con las características varias veces advertidas, no en el análisis de operaciones individuales o aisladamente consideradas.

como lo muestran los logs de auditoría de estas especies.

En ese tipo de papeles, de referencias ilíquidas y de escasa negociación, no suele reflejarse el impacto “*minuto a minuto*” de las noticias y hechos económicos que se produzcan durante la jornada, como lo afirma la recurrente.

De otro lado, la recurrente planteó el argumento según el cual, entre el 6 de agosto de 2007 y el 18 de junio de 2008, se celebraron en el EEEE un total de 151 operaciones con 24 contrapartes, no obstante que aquella Entidad contaba con cupos aprobados a 90 contrapartes. En ese sentido, con fundamento en un estudio denominado “*Estructura de red del Mercado Electrónico Colombiano (MEC) e identificación de agentes sistémicos según criterios de centralidad*”, publicado por el Banco de la República en Agosto de 2010, que aportó al proceso con el recurso, concluyó al respecto que el sistema MEC “*está fuertemente concentrado en pocos agentes [de modo que] no hay ningún posible preacuerdo de las operaciones cuestionadas*”.

La Sala no puede asignar ningún mérito probatorio al mencionado informe del Banco de la República, por cuanto el documento fue aducido al expediente de forma extemporánea. La oportunidad procesal para aportar pruebas al expediente se agota, en los términos del Reglamento de AMV (artículo 77) antes de que se profiera la decisión de primera instancia, sin perjuicio, desde luego, de la posibilidad de que dispone el ad quem para decretarlas o incorporarlas de manera oficiosa, cuando las encuentre conducentes y pertinentes al debate. En este caso en particular, se abstiene de incorporar dicho informe como prueba, atendiendo a la suficiencia de otros elementos de juicio de ya obrantes en el expediente para proveer de fondo.

La Sala no comparte, en todo caso, el argumento formulado por la recurrente para explicar las razones por las cuales la cuarta parte del universo de operaciones que celebró el EEEE entre 6 de agosto de 2007 y el 18 de junio de 2008 (el período que abarca esta investigación) tuvo como vendedores a Fideicomisos de CCCC. En efecto, la inculpada sostuvo que dicha concentración de operaciones se explica en las dinámicas de funcionamiento del MEC “*que conducen a que ellos no se hagan con un gran número de contrapartes (...) a pesar de contar con cupos aprobados con un gran número de actores en el mercado*”.

La Sala destaca que las 37 operaciones para el EEEE se hicieron a través de sociedades comisionistas y no directamente por conducto de las sociedades fiduciarias encargadas de los fideicomisos de CCCC, a pesar de que éstas tenían cupos de contraparte aprobados por dicha Entidad pública¹⁷ y que eran operadores activos del MEC. Las operaciones cuestionadas fueron realizadas con 7 sociedades comisionistas diferentes como contrapartes, a pesar de lo cual, en todos los casos, el cliente vendedor resultó ser CCCC. Por eso, comparte la conclusión del a quo según la cual “*es evidente un interés de quienes participaron en las operaciones de no exponer a la luz la dinámica de las operaciones,*

¹⁷ Ver folio 1146 de la carpeta de pruebas del expediente.

especialmente el hecho de que CCCC era el vendedor en todos los casos".

También precisa que, no obstante la evidencia de esa concentración de operaciones, el objeto de la presente actuación disciplinaria se fundamenta en el análisis puntual de las características, patrones y efectos ya descritos de las 37 operaciones concretadas con los fideicomisos de CCCC y no repara en el análisis de las restantes operaciones que el EEEE celebrara con otros vendedores.

Finalmente, la recurrente presenta un análisis gráfico de la tasa de negociación de 31 de las 37 operaciones investigadas, con respecto a la tasa a la cual otros agentes del mercado negociaron, en el mismo día, las mismas especies adquiridas por el EEEE.

A partir de ese análisis concluye que todas las operaciones se realizaron en las condiciones prevalecientes en el MEC al momento de ejecutar la operación.

La Sala estima útil precisar que los títulos adquiridos por el EEEE en las 37 operaciones cuestionadas eran TES de referencias ilíquidas, razón por la cual el universo de operaciones con las cuales se contaría para efectuar un análisis comparativo de tasas de negociación es muy limitado. Precisamente por esta razón, desde la instrucción del proceso, AMV cuidó de no limitar el análisis de las condiciones de negociación de las operaciones investigadas a la comparación con las tasas de otras operaciones celebradas en la misma fecha sobre la misma especie, y recurrió a la comparación con la tasa mínima del día, con la tasa de valoración del día anterior y lo complementó con el análisis de los log de auditoría.

Esta valoración integral demostró que las condiciones financieras de las compras efectuadas por la investigada, en su gran mayoría, se alejaron de las manejadas por el mercado en los mismos títulos, e incluso en muchos casos la operación cuestionada se constituyó en la de menor tasa en la jornada de negociación al compararla con otras operaciones sobre las referencias de TES adquiridas por el EEEE.

En efecto, tal como se mencionó en el pliego de cargos, el análisis efectuado por AMV demostró que: i) En 27 operaciones de las 37 analizadas (72,97%), la tasa de compra de los títulos se ubicó por debajo de la tasa de valoración del día anterior, ii) De las 36 operaciones celebradas por la investigada en las que fue posible determinar el cálculo de tasa mínima, se estableció que en el 72,22% de los casos, las operaciones se hicieron por debajo de dicha tasa, iii) La comparación entre la tasa de la operación investigada y las de otras operaciones celebradas en igual fecha sobre la misma especie permitió identificar que en el 75% de los casos las condiciones de negociación de las operaciones investigadas se habrían alejado de las de otras operaciones celebradas el mismo día sobre la misma especie.

De otro lado, la Sala no comparte la conclusión de la recurrente según la

cual todas las operaciones se ejecutaron en las condiciones de mercado prevalecientes en el MEC en el momento de su ejecución. Para el efecto, comparte los argumentos planteados por AMV al pronunciarse frente al recurso de apelación interpuesto y que bien pueden resumirse en el siguiente sentido:

- En relación con las operaciones que según la recurrente no son comparables con las investigadas para efectos de determinar referentes de tasa de negociación, porque “no son cercanas en las horas de negociación”, importa anotar que, tratándose de especies ilíquidas, las operaciones celebradas con una diferencia de 40 minutos, 1 hora o más, sí son un referente de la tasa a la que se está negociando dicho activo, y muy seguramente un operador no ignoraría esta información al momento de tomar una decisión de inversión.

Tampoco puede hablarse de una alta volatilidad en estas especies, puesto que tal como se muestra en el análisis de condiciones de las operaciones elaborado por la Gerencia Técnica de AMV obrante en el expediente¹⁸, en varios casos la fluctuación de las tasas de negociación de estas especies fue consecuencia directa de las operaciones de compra del EEEE investigadas, toda vez que después de las mismas el mercado retomó el nivel que traía antes de las transacciones investigadas. La situación expuesta ocurrió en las operaciones celebradas el 15 de enero, 14 de febrero y 14 de mayo de 2008, fechas en las cuales se celebraron 6 de las operaciones investigadas.

- En cuanto a la afirmación de la recurrente respecto a que en casos en que la diferencia en puntos básicos entre la tasa de la operación del EEEE y la de las operaciones más cercanas celebradas de forma previa o posterior, a su juicio no es significativa, debe señalarse que precisamente esa característica de las operaciones fue la que permitió que estas pasaran desapercibidas al interior de la citada entidad pública.

No obstante lo anterior, y de que la diferencia de la tasa de compra del EEEE con las de otras operaciones en algunos casos fuera o no representativa, lo cierto es que producto de las 37 operaciones cuestionadas, con las indicadas características y patrones, se generaron utilidades por \$249.573.043 para CCCC.

7.1.5 Sobre las permanentes comunicaciones por celular con los socios de CCCC.

La recurrente sostuvo que las llamadas a celular con los socios de CCCC tuvieron un interés diferente al presumido por AMV, que se relacionaría con unos aparentes acercamientos en procura “de la realización de proyectos inmobiliarios para el EEEE”. Manifestó igualmente que tampoco era extraña la comunicación con los socios de CCCC, ya que “se trataba de personas de una amplia y permanente dinámica en el mercado.”

En el expediente está acreditado que, entre junio de 2007 y septiembre de 2008¹⁹, se registraron un total de 395 llamadas efectivas (de entrada y

¹⁸ Folios 1237 y 1238 de la carpeta de pruebas.

¹⁹ Las 37 operaciones censuradas tuvieron lugar entre el 6 de agosto de 2007 y el 18 de junio de 2008

salida) por celular entre dichas personas.

11 tuvieron lugar antes de la primera operación, de modo que el incremento de su frecuencia fue ostensible a partir del inicio de las negociaciones. 85 de ellas se realizaron los días en que efectivamente se hicieron operaciones (esos días fueron 16). 77 se realizaron durante el horario de negociación. También se destaca el incremento de dichas comunicaciones en las épocas de mayor concreción de operaciones y su disminución cuando la cantidad de operaciones fue menor (meses de agosto de 2007 y abril de 2008, respectivamente). De igual manera, 94 llamadas tuvieron lugar el día anterior a la celebración de operaciones; 35 el día siguiente a la concreción de alguno de esos negocios.

Para la Sala, las conversaciones de la investigada y los socios de CCCC evidencian un evidente interés en la transmisión de mensajes entre los interlocutores durante el tiempo en que fueron realizadas las operaciones.

Como lo apreció el a quo, en el Manual de Políticas, Responsabilidades, Reglas de Operación para efectuar operaciones de Tesorería del EEEE, está expresamente consignado que *"Toda negociación debe realizarse desde teléfonos conectados al sistema de grabación de llamadas"*.

La Sala tampoco comparte el argumento de defensa según el cual los motivos de las llamadas estaban asociados al ofrecimiento de proyectos inmobiliarios al EEEE, por parte de los socios de CCCC. De acuerdo con el Manual de Funciones de la División de Tesorería del EEEE,²⁰ las responsabilidades del cargo estaban relacionadas con la gestión y administración de los recursos financieros del EEEE y no tenían relación con la coordinación o participación en proyectos inmobiliarios, como lo indicó la recurrente.

Finalmente, llama su atención la existencia de vínculos previos entre la investigada y los socios de CCCC, que ella mismo reconoció.

7.1.6 Sobre la supuesta ilegalidad derivada de la aplicación retroactiva de la Ley.

La recurrente planteó que el deber de mejor ejecución es inherente sólo a las sociedades comisionistas, en aplicación del artículo 40 del Reglamento de AMV.

El argumento no es de recibo para la Sala. En efecto, el artículo 40 del Reglamento de AMV, que se citó violado en este punto, hace extensible el deber de mejor ejecución a *"las operaciones en las cuales la contraparte de la compraventa es el mismo miembro"*. Es imperativa entonces la satisfacción de ese deber incluso en aquellos eventos en que el miembro de AMV (el EEEE en este caso), por cuya cuenta actúa el operador persona natural, participe en la compraventa de especies para su posición propia, como ocurrió en esta ocasión. El deber no solo es de forzado

²⁰ Que obra como anexo en el cuaderno de pruebas del expediente.

acatamiento cuando el intermediario actúa en desarrollo de una orden emanada de un tercero (cliente), en el marco de un contrato de comisión, sino además, frente a todas las operaciones que el operador persona natural celebre para la Entidad miembro del Autorregulador en posición propia. El deber de obtener el mejor provecho económico en las operaciones del mercado de valores no prevé excepciones cuando el interesado en ellas es la persona jurídica por cuya cuenta actúa aquél operador, como lo concluyó el a quo.

La norma que se imputó violada estaba vigente además para la época de ocurrencia de los hechos y se dirige a todos los miembros autorregulados y a las personas naturales vinculadas a aquéllos, como era el caso de la investigada.

Finalmente, la investigada trae a colación el artículo 43 del reglamento de AMV para mostrar que su vigencia inició a partir del 7 de octubre de 2008. Al respecto, debe indicarse que AMV en ningún momento endilgó como violado el mencionado artículo, motivo por el sobra cualquier comentario de la Sala sobre ese particular.

Conclusiones de la Sala

Analizados en conjunto todos los hechos y elementos de juicio ya mencionados, la Sala advierte que hay razones suficientes para concluir que la señora Bustos Sierra es responsable disciplinariamente por las conductas que AMV le imputa violadas, como lo había deducido ya el a quo.

En efecto, se reitera, la investigada tomó parte en la celebración de operaciones repetidas, prolongadas en el tiempo y de inusuales características y patrones, que afectaron los intereses patrimoniales del EEEE, con el efecto difícilmente sustentable en las reglas de la experiencia, la lógica y la probabilidad, de enriquecer siempre a un tercero.

De esa manera, el actuar de la investigada resultó violatorio de la obligación profesional que le asistía de gestionar los intereses financieros del EEEE con lealtad, en procura de su provecho y utilidad, objetivos éstos que desatendió claramente en tales operaciones, que en lugar de propender por dicha mejor gestión, derivaron, se insiste, en inusual y permanente ventaja para terceros, sobre la base de estructurarlas en patrones extraños frente al corriente modo de operar en el mercado.

De otro lado, por las razones ya expuestas en esta providencia al describir las características y el impacto económico de las operaciones reprochadas, esta Sala considera válida la conclusión del a quo, de acuerdo con la cual la investigada incumplió el deber de mejor ejecución.

Encuentra la Sala que a pesar de que no está demostrada la percepción de un beneficio económico personal ni la existencia de antecedentes disciplinarios. Así mismo, deplora las circunstancias personales que enfrenta la investigada, que fueron expuestas por la defensa; sin embargo, dados, los

agravantes consistentes en la naturaleza pública de los recursos del EEEE y que las conductas se prolongaron en el tiempo por más de un año, encuentra ajustados a derecho los parámetros utilizados por el a quo para la graduación de la sanción.

Concluye la Sala que la sanción impuesta guarda simetría con lo acreditado en el expediente y con la gravedad de la conducta, lo cierto es que las conductas desplegadas por la investigada, por las razones expuestas, van en contra de los postulados básicos de transparencia del mercado y son suficientes para ratificar la sanción impuesta en primera instancia.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, integrada por los doctores Pedro José Bautista Moller, su Presidente; Roberto Pinilla Sepúlveda y Fernán Bejarano Arias, previa deliberación sobre el tema el día 12 de septiembre, por unanimidad,

RESUELVE:

ARTÍCULO PRIMERO: CONFIRMAR la decisión contenida en la Resolución No. 4 del 31 de julio de 2012 de la Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario, que impuso a la investigada una sanción de **EXPULSIÓN**, por el incumplimiento de las normas ya enunciadas, de acuerdo con las consideraciones expuestas en la parte motiva de la presente Resolución.

ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR a la señora **ROSA AMELIA BUSTOS SIERRA** que contra la presente Resolución no procede recurso alguno.

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

NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE

PEDRO JOSÉ BAUTISTA MOLLER
PRESIDENTE

YESID BENJUMEA BETANCUR
SECRETARIO