

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

**TRIBUNAL DISCIPLINARIO**

**SALA DE REVISIÓN**

**RESOLUCIÓN No. 03**

**Bogotá D.C., veintisiete (27) de febrero de dos mil trece (2013)**

**NÚMERO DE INVESTIGACIÓN:** 02-2011-205 y 02-2012-216  
**INVESTIGADO:** ASVALORES S.A., SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA.  
**RESOLUCIÓN:** SEGUNDA INSTANCIA

Decide la Sala el recurso de apelación interpuesto por **ASVALORES S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA** (en adelante Asvalores) contra la Resolución No. 9 del 21 de diciembre de 2012, por la cual la Sala de Decisión No. "5" del Tribunal Disciplinario de AMV impuso a la impugnante una multa de mil (1.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes, por el incumplimiento de lo previsto en las siguientes normas: el numeral 5° de la Circular No. 9 de 1988 de la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia); el artículo 1271 del Código de Comercio; el artículo 3.12.1.6 de la Resolución No. 1200 de 1995; el numeral 5° del artículo 1.5.3.2 de la Resolución No. 400 de 1995, modificado por el Decreto 1121 de 2008; el artículo 2.2.3.7 de la Resolución No. 400 de 1995, subrogado por el artículo 4° del Decreto 1121 de 2008; el artículo 41 del Reglamento de AMV, en concordancia con el literal m) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005; el literal f), Capítulo 3°, Título 10 de la Circular Básica Jurídica expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia; los numerales 2° y 5° del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto Único 2555 de 2010; el artículo 2.9.4.3.2 del Decreto Único 2555 de 2010; los artículos 4, 6, 7 y 8 del Decreto 666 de 2007; el numeral 3, literal a), del artículo 3.3.6.1 de la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia; y el artículo 1266 del Código de Comercio.

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

El 15 de noviembre de 2011 AMV inició el proceso disciplinario No. 02-2011-205 contra Asvalores, para lo cual le envió una solicitud formal de explicaciones, bajo la consideración preliminar de que la sociedad investigada habría vulnerado los preceptos contenidos en las normas ya indicadas.

La inculpada presentó respuesta a la solicitud formal de explicaciones mediante escrito del 19 de diciembre de 2011, que obra en el expediente<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Folios 059 a 099 de la carpeta de actuaciones finales.

El 9 de abril de 2012, con arreglo a la investigación disciplinaria No. 02-2012-216, AMV nuevamente solicitó explicaciones institucionales a Asvalores, por posibles irregularidades cometidas con posterioridad al inicio de la actuación mencionada.

Asvalores, por conducto de su representante legal, presentó oportunamente las explicaciones respectivas y solicitó la acumulación de los expedientes Nos. 02-2011-205 y 02-2012-216, petición a la que accedió AMV.

AMV formuló el respectivo pliego de cargos el 10 de agosto de 2012<sup>2</sup>. La sociedad investigada le dio respuesta mediante el escrito del 7 de septiembre del mismo año<sup>3</sup>.

La Sala de Decisión No. "5" del Tribunal Disciplinario le puso fin a la primera instancia mediante la Resolución No. 9 de 21 de diciembre de 2012.

El 11 de enero de 2013, Asvalores interpuso recurso de apelación contra dicha decisión<sup>4</sup>, cuyo traslado se surtió conforme al Reglamento de AMV<sup>5</sup>.

## 2. SÍNTESIS DEL PLIEGO DE CARGOS FORMULADO

AMV imputó a Asvalores la comisión de ocho infracciones, a saber: **(i)** faltantes de dinero de propiedad de sus clientes; **(ii)** financiación no autorizada de operaciones de unos clientes, con dinero de otros clientes; **(iii)** utilización indebida de títulos de clientes, para garantizar operaciones repo en cuenta propia ante el Banco de la República; **(iv)** utilización indebida de dinero de propiedad de los clientes, para cumplir operaciones en posición propia; **(v)** inobservancia de algunas normas que rigen la actividad de las operaciones de cuentas de margen -OMC-; **(vi)** desconocimiento de la prohibición para los intermediarios de valores de realizar operaciones en el mercado mostrador con sus vinculados; **(vii)** exceso en los límites de operaciones repo respecto de algunos clientes; y **(viii)** exceso en el mandato conferido por algunos clientes.

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

La inculpada basó su defensa en los siguientes planteamientos:

**3.1.** Expresó que AMV erró al plantear la acusación relativa a los faltantes de dinero de propiedad de los clientes, toda vez que en la metodología empleada mezcló los saldos crédito de aquéllos y los montos de la cuenta propia de la firma, lo que imposibilitó que se identificaran adecuadamente los recursos que pertenecían a unos y otra.

<sup>2</sup> Folios 101 a 175 de la carpeta de actuaciones finales

<sup>3</sup> Folios 180 a 287 de la carpeta de actuaciones finales

<sup>4</sup> Folios 343 a 390 de la carpeta de actuaciones finales

<sup>5</sup> El pronunciamiento de AMV obra a folios 391 y 393 de la misma carpeta en mención.

**3.2.** Estimó, además, que la imputación de los cargos por financiación indebida de operaciones de clientes con dinero de otros clientes y por la utilización de los recursos de aquéllos para cumplir operaciones en posición propia, desconoce el principio *non bis in ídem*, pues tales conductas se fundan en idénticos hechos, tutelan el mismo bien jurídico y se soportan en normas de similar contenido al cargo de faltantes de dinero de los clientes imputado también por AMV.

**3.3.** Alegó la supuesta inexistencia de un concepto de violación por parte de AMV en la imputación de tres cargos<sup>6</sup>, lo que a su juicio le imposibilitó debatirlos adecuadamente y vulneró su derecho al debido proceso.

**3.4.** Manifestó que no es posible sancionar a la firma comisionista con base en la Circular 9 de 1988 de la Superintendencia de Valores (hoy, Superintendencia Financiera de Colombia) y la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia.

**3.5.** Asvalores aceptó expresamente su responsabilidad por las siguientes conductas: **(i)** la utilización indebida de títulos de clientes para garantizar operaciones repo en cuenta propia ante el Banco de la República; **(ii)** la inobservancia de algunas normas que rigen la actividad de las operaciones de cuenta de margen -OCM-; **(iii)** el desconocimiento de la prohibición para los intermediarios de valores de realizar operaciones en el mercado mostrador con sus vinculados; y **(iv)** el exceso en los límites de operaciones repo respecto de algunos clientes.

Por tal razón, solicitó que dicho reconocimiento fuera tenido en cuenta como un atenuante de su conducta.

**3.6.** Expresó que el cargo imputado por los excesos de mandato carece de “*adecuación típica*”, pues la ausencia de prueba de las órdenes o instrucciones de los clientes, conlleva a la inexistencia del mandato y, por tanto, descarta la extralimitación de la que se le acusa.

**3.7.** Solicitó al Tribunal Disciplinario tener en cuenta que hubo “*(i) reconocimiento expreso de los hechos acontecidos*”; *(ii) inexistencia de perjuicios patrimoniales para los clientes*” y “*(iii) reintegro, inmediatamente se comprobaron algunos hechos, de los recurso a los clientes afectados*”.

**3.8.** Adujo que algunos de los hechos investigados datan de hace más de tres (3) años, por lo que considera que no se justifica su sanción, al no ser oportuna, ni conveniente.

---

<sup>6</sup> Los cargos son i) financiación de operaciones de clientes con dinero de otros clientes, ii) utilización indebida de dinero de clientes para cumplir operaciones en posición propia de la firma y iii) exceso de mandato y desconocimiento de los deberes generales de conducta.

<sup>7</sup> El investigado aceptó la comisión de las siguientes conductas: (i) Utilización indebida de los títulos de clientes para garantizar ante el Banco de la República operaciones repo en cuenta propia; (ii) Utilización indebida del dinero de los clientes para cumplir operaciones en posición propia; (iii) Inobservancia de las normas que rigen la actividad de las operaciones de cuentas de margen -OCM-; (iv) Realización de operaciones en el mercado mostrador con sus vinculados; y (v) Exceso de los límites de operaciones repo respecto de algunos clientes .

**3.9.** Finalmente, solicitó la aplicación del principio de revelación dirigida, lo cual se traduciría en la no divulgación de la decisión ante terceros, a su juicio, para evitar posibles impactos sistémicos.

**3.10.** Solicitó, igualmente, que se considerara el impacto de una multa sancionatoria en la compañía, atendiendo a su situación financiera.

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

La Sala de primera instancia encontró acreditadas las conductas imputadas por AMV y declaró la responsabilidad disciplinaria institucional de la investigada.

En síntesis, la providencia se sustentó en los siguientes aspectos:

**4.1.** Destacó la facultad que tiene AMV de sancionar a los sujetos disciplinables del mercado de valores por el incumplimiento de las circulares emanadas de la Superintendencia Financiera de Colombia, efecto para el cual, entre otros razonamientos, se remitió a las consideraciones expuestas por la Corte Constitucional en la sentencia C- 860 de 2006.

**4.2.** Respecto a la tesis de acuerdo con la cual los cargos imputados no fueron debida y suficientemente motivados a través del correspondiente “concepto de violación”, el *a quo* manifestó que las censuras fueron correctamente formuladas por AMV, quien relacionó y describió debidamente las imputaciones y, además, las confrontó con las normas que se imputaron violadas y con el material probatorio recaudado en la instrucción.

**4.3.** Así mismo, la Sala de primera instancia desestimó la alegación de la encartada según la cual la formulación de los cargos por financiación indebida de operaciones de clientes con dinero de otros clientes y por la utilización de los recursos de aquéllos para cumplir operaciones en posición propia, habrían desconocido el principio *non bis in ídem*, pues a juicio del *a quo* tales reproches se fundaron en normas jurídicas distintas, cuyos fines, intereses tutelados y supuestos de hecho son diferentes.

**4.4.** No obstante que, según se indicó, la inculpada reconoció su responsabilidad disciplinaria por la comisión de algunas de las conductas imputadas, la Sala de Decisión analizó el material probatorio obrante en el expediente y encontró suficientemente probados todos los cargos elevados por AMV.

**4.5.** Asimismo, la Sala de Decisión consideró que si bien algunos de los hechos investigados datan del año 2009, ni AMV al ejercer su competencia de instrucción disciplinaria, ni el Tribunal Disciplinario al decidir, se encontraban condicionados por el transcurso del tiempo, salvo en eventos de caducidad de la acción, fenómeno que no ha tenido lugar para ninguno de los hechos aquí investigados y sancionados.

**4.6.** En torno a la aplicación del principio de Revelación Dirigida, el *a quo* señaló que no existían elementos de juicio en el expediente para inferir que la revelación de una eventual sanción disciplinaria en contra de Asvalores, podría poner en riesgo la estabilidad del mercado, por lo cual desestimó la petición de la investigada.

**4.7.** En cuanto a la afirmación del investigado según la cual una sanción disciplinaria podría generarle a la firma comisionista una “*afectación de forma considerable*”, la Sala de Decisión consideró que no existían elementos de juicio en el expediente que le permitieran concluir, de forma precisa, las condiciones, proporciones y magnitudes de la alegada afectación.

**4.8.** Finalmente, el *a quo* tuvo en cuenta las circunstancias de atenuación invocadas por Asvalores, tales como la aceptación de responsabilidad por la comisión de algunas conductas y la indemnización a varios de los clientes afectados y ponderó esas circunstancias balanceándolas con las causales de agravación presentes en la actuación disciplinaria, entre ellas, **(i)** la presencia de antecedentes disciplinarios; **(ii)** el incumplimiento reiterado de las instrucciones impartidas por AMV; **(iii)** la reincidencia en las conductas de manera continuada y sucesiva; y **(iv)** la afectación plural de clientes de la sociedad comisionista.

A partir de esa valoración, el Tribunal concluyó que los mencionados atenuantes “*no tienen el mérito necesario para enervar, matizar ni aminorar la gravedad en su actuar. Dicho de otro modo, la gravedad de las conductas es inherentemente superior a esos varios acontecimientos posteriores, que las caracterizaron*”.

## **5. EL RECURSO DE APELACIÓN INTERPUESTO POR LA SOCIEDAD INVESTIGADA**

Asvalores interpuso recurso de apelación y, al sustentarlo, insistió en los argumentos formulados en la etapa de instrucción del proceso, concretamente en relación con la inexistencia del concepto de violación respecto de algunos cargos; la imposibilidad de imponer una sanción por la violación de Circulares Externas de la Superintendencia Financiera de Colombia; la violación del principio *non bis in ídem* por la imputación de los cargos de indebida utilización de dinero de los clientes para la financiación de otros clientes, o para el cumplimiento de su posición propia, y el reconocimiento de circunstancias de atenuación por haber aceptado su responsabilidad en la comisión de algunas conductas.

Así mismo, insistió en que la metodología utilizada por AMV para la determinación de los faltantes de dinero es errónea, pues no permite diferenciar adecuadamente los saldos de crédito de los clientes de aquellos pertenecientes a la posición propia de la firma.

También reiteró el argumento según el cual, para que haya un exceso de mandato, es estrictamente necesario que el mencionado encargo exista. No obstante -dijo- la falta de evidencia de las órdenes que soporten las operaciones que Asvalores ejecutó en nombre de algunos clientes, debe llevar a la Sala a

concluir que en esos eventos no existió ningún mandato que pudiera ser excedido.

La investigada señaló que la Resolución de Primera Instancia sólo observó lo desfavorable a Asvalores, lo que a su juicio desatiende *“los principios básicos de la investigación disciplinaria, como el que el juzgador debe atender siempre lo favorable y desfavorable al investigado.”* Afirmó también que los agravantes no fueron desagregados”, de modo que *“no se puede concluir cuál es el equivalente de la sanción básica y cuál el del agravante, lo que nuevamente nos impide un pronunciamiento sobre el mismo”*.

En otro aparte, se opuso a la conclusión del Tribunal según la cual no había elementos probatorios suficientes para determinar el grado de afectación interna de una posible sanción disciplinaria y, por el contrario, aseguró que *“a lo largo de la investigación, se encuentra suficiente material probatorio que hace referencia al cálculo de patrimonios técnicos, de capitales de la sociedad comisionista de bolsa y de resultados, de donde se puede extraer, sin mayor esfuerzo, que una sanción del monto propuesto supera el equivalente al 10% del total de su patrimonio, lo que la pondría en una situación bastante complicada (...)”*.

Afirmó que los nuevos accionistas de la firma, cuyo ingreso fue algo notorio y de público conocimiento por cuanto requirió la autorización de la Superintendencia Financiera y la Bolsa de Valores de Colombia, no tuvieron conocimiento de los hechos objeto de debate. Por lo tanto, insistió en que la sanción impuesta es inconveniente, pues serían estos nuevos accionistas quienes tendrían que asumir las consecuencias de la multa impuesta.

Con base en lo anterior, solicitó al *ad quem* *“(...) revocar en su integridad la resolución 9 del 21 de diciembre de 2012, expedida por la Sala de Decisión “5” o, en su defecto, como petición subsidiaria, se reduzca sustancialmente la sanción impuesta a ASVALORES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA”*.

## **6. PRONUNCIAMIENTO DE AMV FRENTE AL RECURSO INTERPUESTO**

El Autorregulador sostuvo que por ser los argumentos de la apelación idénticos a aquellos previamente expuestos por la investigada en la respuesta al pliego de cargos, no encontraba *“(...) procedente pronunciarse nuevamente sobre los mismos (...)”* y, por tanto, se remitió a las consideraciones de su imputación.

Por tal razón, solicitó a la Sala de Revisión resolver desfavorablemente el recurso y confirmar en su integridad la resolución recurrida.

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

### **7.1. Competencia**

De acuerdo con lo establecido en el numeral 1° del artículo 98 del Reglamento

de AMV, es función de la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario resolver los recursos de apelación interpuestos contra las decisiones de primera instancia.

## 7.2. Consideraciones preliminares

**7.2.1.** Como se advierte de la lectura del recurso de apelación, Asvalores nuevamente reconoció su responsabilidad disciplinaria por los cargos que fueron encontrados acreditados por el *a quo*, en relación con las siguientes conductas: **(i)** utilización indebida de los títulos de clientes para garantizar ante el Banco de la República operaciones repo en cuenta propia<sup>8</sup>; **(ii)** inobservancia de las normas que rigen la actividad de las operaciones de cuentas de margen –OCM-<sup>9</sup>; **(iii)** realización de operaciones en el mercado mostrador con sus vinculados<sup>10</sup>; y **(iv)** exceso de los límites de operaciones repo respecto de algunos clientes<sup>11</sup>.

En esta instancia y de manera adicional, la defensa de la encartada aceptó también su responsabilidad por haber incurrido en la utilización indebida del dinero de los clientes para cumplir operaciones en posición propia<sup>12</sup>, cargo que le fue imputado en su momento por AMV y que el *a quo*, en todo caso, encontró debidamente probado.

Esa aceptación manifiesta e indubitable de las infracciones contenida en el memorial de apelación, excluye la posibilidad de que se aborden los argumentos que llevaron al *a quo* a deducir la responsabilidad de Asvalores por las conductas que le fueron atribuidas, en tanto que, en lo que a esos aspectos corresponde, no hay un verdadero debate, ni controversia, ni inconformidad, pues se parte de la base de que la investigada admite que sí incurrió en esas infracciones.

**7.2.2.** Ahora bien, debe observarse que pese al reconocimiento anterior, la investigada manifestó en otros apartes de su escrito de apelación que la utilización indebida de dinero de clientes para cumplir operaciones en posición propia “(...) obedeció a situaciones de mercado que originan un saldo negativo de la cuenta y no implicó en momento alguno disposición física de los mismos (...)”<sup>13</sup>.

Frente a ello, ha de decirse que la afirmación que hace la recurrente no se encuentra probada en el expediente y, en todo caso, no justificaría en absoluto la disposición indebida de recursos de los clientes, conducta que atenta contra basilares postulados del sistema, tales como la separación de patrimonios, la confianza de los inversionistas y la seguridad del mercado de valores, y que además se encuentra plenamente probada, como se abordará en esta

---

<sup>8</sup> Recurso de apelación presentado por Asvalores S.A., folio 371 de la carpeta de actuaciones finales de la investigación disciplinario número 02-2012-216.

<sup>9</sup> Recurso de apelación presentado por Asvalores S.A., folio 372 de la carpeta de actuaciones finales de la investigación disciplinario número 02-2012-216.

<sup>10</sup> Recurso de apelación presentado por Asvalores S.A., folio 373 de la carpeta de actuaciones finales de la investigación disciplinario número 02-2012-216.

<sup>11</sup> Recurso de apelación presentado por Asvalores S.A., folio 373 de la carpeta de actuaciones finales de la investigación disciplinario número 02-2012-216.

<sup>12</sup> Recurso de apelación presentado por Asvalores S.A., folio 372 de la carpeta de actuaciones finales de la investigación disciplinario número 02-2012-216.

<sup>13</sup> Recurso de apelación presentado por Asvalores S.A., folio 372 de la carpeta de actuaciones finales de la investigación disciplinario número 02-2012-216.

resolución.

**7.2.3.** Con fundamento en las consideraciones que preceden, la Sala de Revisión analizará y decidirá exclusivamente aquellas censuras hechas por la investigada en contra de los fundamentos de la providencia de primera instancia que se refieren: **(i)** al faltante de dinero de propiedad de los clientes, **(ii)** a la financiación indebida de operaciones de clientes con dinero de otros clientes y **(iii)** al exceso en los mandatos conferidos por algunos clientes, pues sobre tales aspectos no ha habido reconocimiento de su parte y, además, en torno a esa materia sí se trajeron a colación argumentos que, aunque reiterativos, censuran la decisión de primera instancia.

### **7.3 Consideraciones de fondo sobre los cargos censurados por la recurrente**

Para controvertir las sanciones impuestas por el faltante de dinero de propiedad de los clientes y la financiación indebida de operaciones, la encartada retomó, en lo sustantivo, las consideraciones expuestas a lo largo del debate surtido tanto en la instrucción, como en la primera instancia.

Dicho de otro modo, la recurrente se remitió de nuevo a sus planteamientos relacionados con la inexistencia del concepto de violación, la imposibilidad de imponer una sanción por la violación de Circulares Externas, el desconocimiento del principio *non bis in ídem*, los presuntos errores en la interpretación de las normas contables, la inexistencia del mandato que AMV imputa como excedido, la existencia de circunstancias de atenuación y, finalmente, la aplicación de los principios de oportunidad y de revelación dirigida, pero a más de ello, no agregó elementos de juicio con idoneidad suficiente para enervar la decisión en torno a esas precisas imputaciones.

Esa circunstancia deja ver que la recurrente nada nuevo propone para controvertir en concreto las conclusiones del *a quo* sobre los aludidos cargos, lo cual eximiría a la Sala de Revisión de hacer valoraciones adicionales a las ya plasmadas para fundamentar la decisión recurrida.

No debe perderse de vista que las providencias que son objeto de impugnación ante la Sala de Revisión, como aquí sucede, llegan revestidas de la presunción de legalidad y acierto, la cual debe ser desvirtuada por el recurrente, dado el carácter rogado del recurso.

Al respecto ha de advertirse que según señaló el Consejo de Estado,

*“(...) mediante el recurso de apelación se ejerce el derecho de impugnación contra una determinada decisión judicial -en este caso la que contiene una sentencia-, por lo cual **corresponde al recurrente confrontar los argumentos que el juez de primera instancia consideró para tomar su decisión**, con sus propias consideraciones, para efectos de solicitarle al juez de superior jerarquía funcional **que decida sobre los puntos o asuntos que se plantean ante la segunda instancia**. Lo anterior de conformidad con lo establecido en la parte inicial del artículo 357 del C. de P. C.*



*En este orden de ideas, resulta claro que para el juez de segunda instancia su marco fundamental de competencia lo constituyen las referencias conceptuales y argumentativas que se aducen y esgrimen en contra de la decisión que se hubiere adoptado en primera instancia, por lo cual, en principio, los demás aspectos, diversos a los planteados por el recurrente se excluyen del debate en la instancia superior, toda vez que en el recurso de apelación operan tanto el principio de congruencia de la sentencia como el principio dispositivo, razón por la cual la jurisprudencia nacional ha sostenido que "las pretensiones del recurrente y su voluntad de interponer el recurso, condicionan la competencia del juez que conoce del mismo. Lo que el procesado estime lesivo de sus derechos, constituye el ámbito exclusivo sobre el cual debe resolver el ad quem: «tantum devolutum quantum appellatum»" (Negrilla fuera del texto original) <sup>14</sup>.*

No obstante lo que viene de decirse en torno a la ausencia de ataques concretos contra la providencia de primera instancia, a efectos de garantizar los derechos de contradicción, defensa y a la segunda instancia, la Sala de Revisión se ocupará de analizar los cargos que no han sido objeto de aceptación expresa por la recurrente, para efectos de establecer si en realidad aparecen demostradas las conductas allí imputadas.

### **7.3.1 En relación con el faltante de dinero de propiedad de los clientes**

**7.3.1.1.** Encuentra la Sala de Revisión que Asvalores en su escrito de apelación sostuvo que la existencia del faltante de recursos de los clientes "(...) obedece principalmente a un error de interpretación en las normas contables. Lo anterior quiere decir que, tal y como se ha observado a lo largo de la (sic) esta investigación, jamás se ha evidenciado un interés de transgredir las normas o una intención de generar un daño con su actuar; todo lo contrario, siempre ha sido su firme propósito el ceñirse a las normas que rigen la materia"<sup>15</sup>.

Frente a esa afirmación, estima la Sala que las normas contables relacionadas con el manejo de las cuentas operativas de las firmas comisionistas son claras y no admiten la interpretación propuesta por la impugnante.

Recuérdese que sobre ese punto, el a quo encontró que "todas las sumas que representen saldos a favor, bien sea de cliente, o de la propia comisionista, deben permanecer en la cuentas operativas del intermediario, pues sobre unas y otras hay una posibilidad permanente de exigibilidad y de disposición por parte de sus acreedores, que deben ser atendidas cuando se presenten"<sup>16</sup>, y esa conclusión, así planteada, no aparece desvirtuada con las razones que expone la censura.

En todo caso, es de resaltar que cuando el Instructor le puso de presente a Asvalores los hallazgos sobre faltantes de recursos de los clientes equivalentes a

---

<sup>14</sup> Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo. Sección Tercera. veintiséis (26) de mayo de dos mil diez (2010). Radicación número: 25000-23-26-000-1995-01405-01(18950). Consejero Ponente: Mauricio Fajardo Gómez. Así mismo lo ha señalado la Corte Constitucional en sentencia de unificación SU-327/95 y T-113/07.

<sup>15</sup> Recurso de apelación presentado por Asvalores S.A., folio 363 de la carpeta de actuaciones finales de la investigación disciplinario número 02-2012-216.

<sup>16</sup> Resolución 9 del 21 de diciembre de 2012 proferida por la Sala de Decisión "5" del Tribunal Disciplinario. Folio 000308.

\$1.910'595.410,68 a corte del 30 de septiembre de 2011,<sup>17</sup> también le informó cuál había sido la metodología utilizada para obtener ese resultado, lo que no fue objeto de reproche por parte de la investigada<sup>18</sup>.

Ahora bien, si en gracia de discusión se considerara que la metodología para identificar los faltantes de dinero fuera la propuesta por Asvalores al contestar el pliego de cargos, esto es, si se separan los montos de la posición propia de aquellos saldos de créditos pertenecientes a los clientes (lo cual, se insiste, es inadecuado), se seguirían presentando faltantes de dinero de los inversionistas en las cuentas operativas que manejaba la comisionista, lo que deja sin piso la defensa.

En efecto, a folio 000001 del cuaderno de pruebas No. 1 de la investigación disciplinaria No. 02-2012-216, en el archivo denominado *1.1. Prueba\_ Cuadre\_ Dinero\_ Clientes*, se observa que, para el 29 de septiembre, 14 de octubre y 8 de noviembre de 2011<sup>19</sup>, existían faltantes en las cuentas operativas por valor de \$2.050'340.789,58, \$1.298'467.827,55 y \$1.502'131.160,67.

Si a esas sumas se les restaran los valores correspondientes a la posición propia de la firma comisionista, esto es, \$-1.493.263.049,34, \$-704.292.881,06 y \$559.355.530,71, de todos modos resultarían faltantes de dinero de los clientes por valor de \$557'077.740,24, \$594'174.946,49 y \$942'775.629,96, tal y como se expone en el siguiente cuadro.

Descripción	29-sep-11	14-oct-11	08-nov-11
Saldo a Favor Cartera Clientes (incluida la posición propia)	3.014.654.684,75	3.380.622.706,57	3.006.794.449,48
Total Saldo Disponible en la Cuenta Operativa	964.313.895,17	2.082.154.879,02	1.504.663.288,81
Faltantes de Recursos de los clientes en cuentas operativas <sup>20</sup>	<b>(2.050.340.789,58)</b>	<b>(1.298.467.827,55)</b>	<b>(1.502.131.160,67)</b>
<b>Posición Propia</b>	<b>(-1.493.263.049,34)</b>	<b>(-704.292.881,06)</b>	<b>559.355.530,71</b>
<b>Total Faltantes de Recursos de los clientes en cuentas operativas<sup>21</sup></b>	<b>(557.077.740,24)</b>	<b>(594.174.946,49)</b>	<b>(942.775.629,96)</b>

Finalmente, la Sala estima importante resaltar que la censura elevada por la recurrente respecto de la metodología utilizada por AMV para la determinación de los faltantes de dinero de los clientes, sólo fue dirigida en contra de los hallazgos obtenidos entre el 15 de septiembre y el 21 de noviembre de 2011, sin que le asista razón en ese reclamo.

Por lo demás, nada se trajo a colación para descartar los faltantes ocurridos en otras fechas, como los que se presentaron el 2, 14 y 16 de abril de 2009, de donde se sigue que las reflexiones del *a quo* sobre ese punto, quedaron incólumes.

**7.3.1.2.** Por otra parte, de acuerdo con la doctrina de este Tribunal, la responsabilidad disciplinaria se configura por la inobservancia de las normas que

<sup>17</sup> Folio 000473 a 000474 de la carpeta de pruebas número 1 de la investigación disciplinaria número 02-2012-216.

<sup>18</sup> "(...) No tenemos ninguna objeción a los resultados preliminares obtenidos in situ por el despacho. (...)". Folio 000493 de la carpeta de pruebas número 1 de la investigación disciplinaria número 02-2012-216.

<sup>19</sup> Los hallazgos plasmados en este cuadro fueron obtenidos de la información suministrada por Asvalores en respuesta a la Solicitud de Información No. 21 del 2120 del 31 de octubre de 2011 realizada por la Dirección de Supervisión de AMV. Folio 000475 de la carpeta de pruebas número 1 del proceso disciplinario 02-2012-216.

<sup>20</sup> Faltantes de dinero obtenidos con la metodología de AMV, respaldada por el Tribunal Disciplinario.

<sup>21</sup> Faltantes de dinero obtenidos con la metodología propuesta por la investigada.

regentan el mercado de valores y, entre ellas, de aquellas que establecen el deber de separación de activos.

Sobre el particular, en efecto, el artículo 24 de la Ley 964 de 2005, dispone que la autorregulación comprende el ejercicio de las siguientes funciones:

*“(...) c) Función disciplinaria: Consistente en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación”.*

En el mismo sentido, el artículo 21 del Decreto 1565 de 2006, derogado por el artículo 11.4.3.1.5 del Decreto 2555 de 2010, señala, a propósito de la función disciplinaria de los organismos autorreguladores, que:

*“La función disciplinaria de los organismos de autorregulación consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de valores, de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro, iniciar procesos e imponer las sanciones a que haya lugar”.*

En concordancia con lo anterior, el artículo 56 del Reglamento de AMV, dispone que el proceso disciplinario tiene como finalidad determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable.

Bajo ese entendido, para desvirtuar el juicio de reproche en este ámbito, derivado de la trasgresión de las normas que rigen la actividad bursátil, no es dable alegar que no hubo “voluntad de incumplir” las disposiciones legales, pues en el proceso disciplinario no se censura la intención, las más de las veces subjetiva y arcana del investigado, sino que corresponde al Tribunal Disciplinario determinar si hay lugar a imponer sanciones por la realización de hechos concretos que vulneran reglas específicas.

Tampoco es preciso demostrar que a raíz de las conductas del disciplinado se produjo un daño económico a personas determinadas, ni cuantificar su extensión, puesto que con la actuación disciplinaria se persigue el propósito superior de asegurar la indemnidad e intangibilidad del mercado, que se ven vulneradas cuando se realizan conductas no autorizadas que van en contravía del correcto manejo que debe darse al dinero de los inversionistas.

Por ende, con independencia del monto de los faltantes de dinero de los clientes y de su eventual reposición posterior, la conducta se sanciona por trasgredir normas a las cuales estaba sometida la investigada.

Destaca esta Sala que el uso no autorizado de dinero de los clientes, representa la antítesis y la negación misma de las reglas básicas de funcionamiento y operación del mercado de valores, que presuponen la entrega de unos recursos para que sean destinados, en forma exclusiva, a los propósitos y objetivos instruidos por el cliente.

En el caso en estudio, la sociedad investigada merece un reparo disciplinario por

el incumplimiento de las normas que reglamentan su actividad, esto es, que su comportamiento se reveló antijurídico y dañino para los intereses de sus clientes y del mercado en general, cuya ortodoxia y buen suceso reprochan semejantes comportamientos.

**7.3.1.3.** Igualmente, encuentra la Sala que, a diferencia de lo sostenido por la firma comisionista respecto de *“que ha sido su firme propósito el ceñirse a las normas que rigen la materia”*, hay evidencia en el expediente sobre las reiteradas advertencias e instrucciones para que restituyera los faltantes de recursos de los clientes. Precisamente, dichos requerimientos fueron elevados por la Dirección de Supervisión de AMV en comunicaciones del 28 de mayo de 2009<sup>22</sup>, 13 de noviembre de 2009<sup>23</sup>, 25 de octubre de 2011<sup>24</sup>, 17 de noviembre de 2011<sup>25</sup>, siendo constante e injustificadamente desatendidos, lo que además no mereció pronunciamiento alguno por parte de la defensa.

Se concluye entonces que, además de que la investigada no controvertió con suficiencia la existencia de los faltantes de dinero de sus clientes que halló acreditados el *a quo*, hay prueba suficiente de la ausencia de dichos recursos en las cuentas operativas de la sociedad -entre otros- durante el periodo que transcurrió entre el 15 de septiembre y el 21 de noviembre de 2011, de donde se sigue que, en lo que a este cargo atañe, no existen argumentos que ameriten apartarse de la decisión de primer grado.

### **7.3.2. Sobre la financiación indebida de operaciones de clientes con dinero de otros clientes**

**7.3.2.1.** La sociedad apelante señaló que *“la Sala de Decisión no se pronunció en forma alguna sobre los principales aspectos de nuestra defensa, como bien se observa en la Resolución 9 de 2012”*, pues el *a quo* se limitó *“a recordar los hechos evidenciados y la normatividad presuntamente transgredida”*.

A juicio de Asvalores, *“(...) la figura de la financiación no se encuentra inmersa en varios de los casos cuestionados por AMV y que, igualmente, en otros, los mismos obedecen a circunstancias ajenas al querer de la sociedad comisionistas de bolsa, (...)”*. En ese sentido, la encartada procedió a reiterar sus justificaciones en torno a la indebida financiación de los clientes QQQ, PPP Ltda., RRR, KKK y AAA, lo cual se habría realizado con dinero de otros clientes.

Con ese propósito, dijo también que las irregularidades que halló AMV obedecieron, entre otras cosas, a *“situaciones de pérdida de portafolio”*, y a la *“inexistencia de un desembolso de recursos”*, amén de que *“el tiempo estimado de financiación fue de tan sólo 2 días”*.

**7.3.2.2.** Advierte la Sala que en la citada argumentación de la comisionista nunca se reprochan, desestiman, ni controvierten los hallazgos contables que el *a quo* dio por acreditados para concluir que hubo financiaciones indebidas.

<sup>22</sup> Folio 000140 de la carpeta de pruebas número 1 de la investigación disciplinaria número 02-2011-205.

<sup>23</sup> Folio 000059 a 000072 de la carpeta de pruebas número 1 de la investigación disciplinaria número 02-2012-216.

<sup>24</sup> Folio 000473 a 000474 de la carpeta de pruebas número 1 de la investigación disciplinaria número 02-2012-216.

<sup>25</sup> Folio 000078 a 000081 de la carpeta de pruebas número 1 de la investigación disciplinaria número 02-2012-216.

Por el contrario, los fundamentos que esbozó la disciplinada, tales como las “situaciones de pérdida de portafolio”, la “inexistencia de un desembolso de recursos” o “que el tiempo estimado de financiación fue de tan sólo 2 días”, terminan por reconocer la ocurrencia efectiva de la conducta por la cual, precisamente, se le está censurando.

En el expediente se observa que, a corte del 15 de mayo de 2009, la sociedad comisionista no estaba en capacidad de suministrar liquidez, pues contaba incluso, en su posición propia, con un saldo a cargo de \$9'792.980. De esta forma, se infiere *a fortiori* que la investigada tuvo que acudir a los recursos disponibles de otros clientes para poder financiar el cumplimiento de las operaciones de aquellos inversionistas que tenían un saldo a su cargo.

**7.3.2.3.** La Sala no comparte la consideración de la investigada en el sentido de que los saldos a cargo de los clientes QQQ, PPP y RRR, se originaron por las pérdidas del mercado y que tal situación no implicó una financiación, sino un efecto “*eminente contable*”.

Como se evidencia de los estados de cuenta<sup>26</sup> de los mencionados clientes, las operaciones que Asvalores realizó en nombre de estos inversionistas arrojaron pérdidas, por lo que, al momento de su cumplimiento, éstos debieron cubrir los saldos que se encontraban a su cargo o, en su defecto, la sociedad comisionista debía proceder a hacerlo con sus propios recursos, pero no era posible legalmente echar mano de recursos de terceros para solventar la situación.

**7.3.2.4.** Con respecto al argumento de la investigada, según el cual no hay responsabilidad disciplinaria, dado que en su comportamiento no existió un “*ánimo o intención*” de violar las normas que prohíben el uso del dinero de los clientes para fines que no han sido por ellos instruidos ni autorizados, la Sala encuentra que al momento del cumplimiento de las señaladas operaciones y ante la ausencia de recursos propios, la firma decidió utilizar los dineros disponibles en las cuentas de orden fiduciarias pertenecientes a otros clientes, en claro desconocimiento de la mencionada prohibición normativa y, además, haciendo evidente una voluntad consumada que riñe con las exculpaciones que ahora se presentan a manera de recurso de apelación.

Los hechos probados, en suma, desdicen de la falta de intención que Asvalores refiere. La discusión no debe, sin embargo, fundarse en la existencia o no de un elemento anímico que anteceda al proceder irregular, sino en la evidencia de la infracción misma.

**7.3.2.5.** En lo referente a que la financiación de los clientes KKK y AAA “*fue de tan sólo*” 1 o 2 días, destaca la Sala que tal afirmación denota el reconocimiento expreso de la conducta irregular de la investigada. Sin perjuicio de lo anterior, importa considerar que en este tipo de eventos basta con comprobar el desconocimiento de la normatividad que protege la adecuada administración

---

<sup>26</sup> Folio 000151 de la carpeta de pruebas número 1 de la actuación disciplinaria número 02-2011-205. Archivo denominado *Estados de Cuenta*.

de los recursos confiados por los inversionistas a los intermediarios del mercado de valores, para elevar el juicio de reproche.

Dicha ilegalidad de la conducta no se aminora o atenúa por el hecho de que la utilización indebida de los recursos sólo haya tenido lugar un día o dos, como lo pretende la sociedad investigada, pues con independencia del tiempo transcurrido o del monto indebidamente utilizado, la responsabilidad disciplinaria se configura por la incursión en la conducta prohibida, en merma de la confianza de los inversionistas.

**7.3.2.6.** La investigada igualmente alegó, como justificación de la financiación indebida, que no le era posible prever que algunos de sus clientes tendrían saldos a cargo que no repondrían oportunamente.

Sin embargo, la Sala estima que precisamente los incumplimientos de los clientes constituyen un riesgo identificado, inherente a la industria del mercado de valores. Por tal razón, los intermediarios del sector deben propiciar políticas encaminadas a prevenir, controlar y mitigar este tipo de riesgos para que no deba ser un tercero (en este caso, otro cliente) quien injusta e impropiamente deba asumirlo, aún en forma temporal, sin su autorización.

**7.3.2.7.** Por último, la investigada afirmó que el *a quo* incurrió en una confusión, pues el cargo imputado por AMV tenía que ver con la "*financiación indebida de operaciones de clientes con dinero de otros clientes*", pero finalmente se le sancionó, a su juicio, por el "*empleo en sus propios negocios de los fondos suministrados por el mandante*", conducta ésta que no guarda relación con la primera.

Al respecto, el contenido de la providencia objeto de censura deja ver que el análisis fáctico realizado por el juzgador de primer grado, así como el desarrollo jurídico subsiguiente, refirieron a la "*financiación indebida de operaciones de clientes con dineros de otros clientes*".

En consecuencia, no se presenta la confusión que, sin explicarlo, planteó la recurrente, pues la motivación del *a quo* tiene relación con una conducta clara y precisa que, al hallarse probada, generó la declaración de responsabilidad e hizo parte del análisis que se efectuó para establecer la el alcance de la sanción que se impuso a Asvalores.

### **7.3.3. Sobre el exceso en los mandatos conferidos por algunos clientes**

**7.3.3.1.** En lo atinente a este cargo, la sociedad investigada se limitó principalmente a reiterar cada uno de los argumentos presentados en la instrucción del proceso, los cuales ya fueron debidamente analizados y decididos por la Sala de Decisión No. "5" al agotar la primera instancia.

Se trata, pues, de aspectos analizados a espacio por el Tribunal, cuyas conclusiones aquí no aparecen controvertidas, esto es, que no hay en verdad un ejercicio de contradicción frente a lo resuelto por el *a quo*, lo cual impediría a la

Sala de Revisión pronunciarse sobre dichas materias nuevamente, pues de hacerlo, desbordaría los límites de la impugnación.

**7.3.3.2.** En lo que sí hay algo nuevo dentro de las consideraciones de la censura, es en señalar que “(...) en ninguno de los casos traídos a colación por la Sala de Decisión encontramos la suscripción de un contrato de comisión de donde se puedan colegir las instrucciones impartidas por el cliente, (...)”.

Al respecto, debe tenerse en cuenta que a folios 001073 a 001083 de la carpeta de pruebas número 4 de la investigación disciplinaria 02-2011-205, reposa el contrato de mandato celebrado entre la firma comisionista y el señor GGG<sup>27</sup>.

El contrato de mandato suscrito con el señor HHH, obra a folios 001293 a 001296 de la carpeta de pruebas número 5 de la investigación disciplinaria 02-2011-205<sup>28</sup>.

Finalmente, a folios 002455 a 002560 están incorporados los contratos de mandato celebrados con los clientes JJJ, CCC, NNN, MMM y SSS por la investigada<sup>29</sup>.

De esta forma, no es cierto, como lo sostiene la encartada, que falte la prueba de la suscripción de contratos de comisión con los mencionados clientes.

A más de ello, la Sala comparte la apreciación del *a quo* en el sentido de que, precisamente, la falta de prueba sobre las órdenes para soportar las operaciones realizadas por los intermediarios en nombre de los clientes, denota que las mismas fueron ejecutadas sin su autorización ni consentimiento y, por lo tanto, que hubo exceso del encargo.

No es atendible el argumento esbozado por la investigada de acuerdo con el cual, “con el simple hecho de que no exista una orden, el caso está perdido”. La documentación de las órdenes que soporten las operaciones realizadas por un intermediario con los recursos confiados por su cliente, no es una facultad, ni una potestad o posibilidad de quien recibe las instrucciones. Es un deber. Así lo prescribe el Decreto 2555 de 2010<sup>30</sup>.

Por tal razón, para la Sala no hay duda de que Asvalores incurrió en excesos de los mandatos conferidos por algunos de sus clientes, en desconocimiento de la prohibición expresa del artículo 1266 del Código de Comercio.

Por supuesto que esa conducta acompasa con el enunciado normativo referido en las normas que se invocaron en el pliego de cargos, esto es, con el exceso de las atribuciones que emanaban mandato, lo que viene a significar que los hechos probados se subsumen en las reglas que se estimaron vulneradas o, lo que es lo mismo, se cumple la exigencia de adecuación típica propia del proceso

<sup>27</sup> Folios 001073 a 001083 de la carpeta de pruebas número 4 de la investigación disciplinaria 02-2011-205.

<sup>28</sup> Folios 001293 a 001296 de la carpeta de pruebas número 5 de la investigación disciplinaria 02-2011-205.

<sup>29</sup> Folios 002455 a 002560 de la carpeta de pruebas número 7 de la investigación disciplinaria 02-2011-205.

<sup>30</sup> Numeral 3° del artículo 7.3.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010: “3. Deber de documentación. Los intermediarios de valores autorizados legalmente para recibir órdenes de clientes, deberán documentar oportuna y adecuadamente dichas órdenes y las operaciones sobre valores que realicen en virtud de éstas. Los intermediarios pondrán a disposición de sus clientes, de la Superintendencia Financiera de Colombia y de los organismos de autorregulación, cuando éstos lo soliciten, los soportes, comprobantes y demás registros de las órdenes y operaciones realizadas en desarrollo de la relación contractual.”

disciplinario.

#### 7.3.4. Otros argumentos del recurso de apelación

**7.3.4.1.** La impugnante insiste en que AMV no puede soportar una imputación disciplinaria sobre la base del incumplimiento de las circulares expedidas por la Superintendencia Financiera.

Sobre ese, particular, es del caso indicar que a partir de la sentencia C-860 de 2006 de la Corte Constitucional, es indiscutible que el incumplimiento de los operadores del mercado -sean personas naturales o jurídicas-, a las disposiciones contenidas en las circulares expedidas por dicha Autoridad, constituye razón suficiente para fundamentar una actividad disciplinaria y, eventualmente, para sustentar la sanción que de ella se derivara.

La sentencia en mención, en efecto, de forma inequívoca, expresó lo siguiente:

*“La atribución en cabeza de la Superintendencia Financiera de Colombia para expedir determinados reglamentos técnicos, lleva aparejada la de contar con la competencia para velar por el cumplimiento de aquéllos, lo cual implica el adelantamiento de los correspondientes procedimientos administrativo encaminados a imponer sanciones en caso de incumplimiento de los mismos. En efecto, la función de vigilancia y control, que es de carácter operativo, apunta a asegurar el respeto de la reglamentación expedida por los organismos competentes mediante la puesta en marcha de instrumentos represivos. Se presenta, por tanto, una unidad en la misión de prevención y sanción encomendada a la Superintendencia Financiera de Colombia, la cual se cumple mediante el ejercicio de las facultades de reglamentación, instrucción, investigación, requerimiento y sanción. Existe, en consecuencia, un necesario complemento entre las facultades punitivas y preventivas, en el sentido de que las segundas son ejercidas cuando quiera que las primeras resulten ser insuficientes, y la autoridad administrativa deba sancionar a los infractores con miras a asegurar una protección eficiente del sector económico encomendado. De tal suerte que las facultades reglamentarias y sancionatorias de las entidades administrativas de inspección y control se encuentran íntimamente ligadas”<sup>31</sup>.*

Por otro lado, es claro que por expreso mandato legal, AMV puede desplegar sus atribuciones disciplinarias cuando un intermediario desatienda las normas del mercado de valores, incluyendo desde luego las circulares expedidas por la mencionada Superintendencia.

En efecto, en virtud de lo dispuesto por el literal c) del artículo 24 de la Ley 964 de 2005, el Autorregulador está en la facultad de ejercer su función disciplinaria “(...) consistente en la imposición de sanciones por el **incumplimiento de las normas del mercado de valores** y de los reglamentos de autorregulación” (Negrilla fuera del texto original), y las circulares de la Superintendencia, dado su carácter general y abstracto, representan justamente reglas vinculantes que también gobiernan la actividad de las comisionistas.

**7.3.4.2.** En relación con la violación del principio *non bis in ídem* por la imputación de los cargos de indebida utilización de dinero de los clientes para la financiación

---

<sup>31</sup> Corte Constitucional, sentencia C-860 de 2006; M.P. HUMBERTO ANTONIO SIERRA PORTO.



de otros clientes o para el cumplimiento operaciones de su posición propia, procede indicar que las mencionadas conductas son distintas, como quiera que no sólo parten de supuestos de hecho diferentes, sino que además aparecen consagradas en normas autónomas, con finalidades distintas, tal y como fue ampliamente explicado por el *a quo*.

**7.3.4.3.** Respecto de la presunta inexistencia de un concepto de violación, esta Sala de Revisión ha constatado que el Instructor describió adecuada y suficientemente las conductas atribuidas al investigado y las confrontó con las normas del mercado de valores que se le imputan como violadas. Y en ese proceso no se evidencian incoherencias o ambigüedades, así como tampoco el posible desconocimiento del derecho al debido proceso del que ha gozado en todo momento la sociedad enjuiciada.

**7.3.4.4.** Sobre las razones para dar aplicación al Principio de oportunidad en esta actuación, la Sala de Revisión también acoge la conclusión del *a quo* y además pone de presente para el efecto que las conductas probadas en el presente proceso disciplinario son muy graves para el mercado, por lo que no es posible dar aplicación a ese instrumento.

En efecto, las irregularidades demostradas en este asunto, tales como la utilización indebida del dinero de los clientes, transgreden la normatividad del mercado de valores, que ordena dar un manejo a los activos de los inversionistas - sea en dinero o en títulos-, con total apego a los postulados generales de transparencia, honestidad, lealtad, claridad, precisión, probidad comercial y seriedad, todos estos exigibles del intermediario de valores, tanto más si por mandato legal debe actuar como un profesional experto, prudente y diligente, en razón de la actividad de interés público que por mandato constitucional desarrolla.

Resalta la Sala que conductas como la utilización indebida de los recursos de los clientes constituyen un atentado contra la confianza del inversionista y contra el mercado en sí mismo considerado. Son la negación, *per se*, de un axioma que resulta elemental, pero a la vez neurálgico para el suceso del mercado: que los recursos del cliente son intocables salvo, claro está, en aquellos eventos en los que él mismo autorice su disposición, a través de las distintas manifestaciones contractuales propias de la actividad de intermediación de valores.

De ahí, pues, que no resultara aplicable en esta actuación disciplinaria el invocado principio, ante la gravedad de las conductas acreditadas en el expediente, muchas de las cuales, se reitera, fueron abiertamente aceptadas por Asvalores a lo largo del proceso.

**7.3.4.5.** En cuanto a la pretendida afectación que causaría a la sociedad disciplinada un sanción como la impuesta por el *a quo*, debe señalarse que para la Sala es claro que el potencial impacto económico o reputacional que pudiera generar la medida sancionatoria en cuestión, no puede diezmar, ni inhibir, la función disciplinaria legalmente atribuida al AMV, en defensa de la ortodoxia y la indemnidad del mercado de valores, que se traducen en el imperativo de reprimir

las conductas irregulares, atendiendo a su gravedad, entre otros factores para la dosificación de la sanción. Así, los factores endógenos citados por la apelante, no sólo son hipotéticos, sino que en todo caso no tienen la virtud de impedir que se imponga una sanción disciplinaria luego de hallar demostrada la trasgresión de las normas invocadas por el Instructor.

**7.3.4.6.** Por otro lado, la investigada señaló que los nuevos accionistas de la empresa no tienen por qué soportar una sanción por circunstancias anteriores a su ingreso a la compañía, esto es, que como adquirieron la calidad de asociados *"mucho tiempo después del año 2009"*, no les resulta oponible la autoría de los hechos, ni la sanción que de ellos se deriva.

Sobre ese particular, es preciso poner de relieve que de la revisión del expediente no se desprenden elementos de juicio que denoten la entrada de accionistas a la sociedad para la época referida por la impugnante. La investigada se abstuvo de indicar cuáles son las pruebas del expediente que soportan su afirmación; tampoco indicó quiénes son los mencionados accionistas y señaló de forma vaga que su ingreso fue posterior al año 2009.

Sin perjuicio de lo indicado, importa anotar que si bien la mayoría de las conductas que se le reprochan a la investigada fueron cometidas durante el año 2009, se encuentra suficientemente probado que las irregularidades más graves, esto es, los faltantes de dinero de los clientes y la indebida utilización de títulos de aquéllos para garantizar ante el Banco de la República operaciones repo en cuenta propia, fueron nuevamente cometidas a lo largo del año 2011, lo que desvirtúa los argumentos de la apelación en relación con los nuevos accionistas.

De todos modos, circunstancias de esta índole no tienen el alcance, ni el efecto de excluir la responsabilidad disciplinaria de la investigada, por la comisión de las graves conductas que líneas atrás se dejaron expuestas, pues la responsabilidad en este evento es institucional y se configura con prescindencia de la naturaleza, antigüedad o grado de participación de sus socios.

**7.3.4.7.** Ahora, en lo que respecta a las circunstancias de atenuación cuya mejor ponderación reclama la recurrente, la Sala puede advertir que el *a quo* ciertamente apreció y tuvo como tales los atenuantes acreditados dentro del proceso disciplinario, esto es: i) los reconocimientos de responsabilidad; ii) la indemnización de los clientes que sufrieron perjuicio; y iii) la poca duración de una de las infracciones cometidas.

Sin embargo, al poner en la balanza las circunstancias de agravación, frente a los atenuantes descritos, prevalecieron razonablemente las primeras, pues tuvieron más fuerza en la persuasión del Tribunal, en vista de la gravedad, naturaleza y reiteración de las conductas probadas (vg. el incumplimiento de las advertencias e instrucciones de AMV).

En esas particulares circunstancias, los atenuantes mencionados no tuvieron la capacidad de aminorar la gravedad en el actuar de Asvalores, como lo afirmó la sentencia recurrida, conclusión que, por lo demás, comparte plenamente esta

Sala de Revisión.

Este planteamiento, de todas formas, no es violatorio de ningún principio básico, ni va en contravía de los derechos legales y constitucionales de la disciplinada. Como se afirmó anteriormente, lo *favorable* y *desfavorable*, en palabras de la investigada, fue atendido y valorado por el *a quo* y, de acuerdo con su sana crítica y con una ponderación cuya razonabilidad no aparece controvertida, se estableció que la naturaleza de las conductas atribuidas a Asvalores y las circunstancias graves y reiteradas que las caracterizaron, ameritaban ser sancionadas, pese a que, ciertamente, existieron atenuantes que al margen de que fueran valorados –como efectivamente lo fueron–, no tenían peso suficiente para tornar más benigna la sanción.

A diferencia de lo que afirma la recurrente, no puede sostenerse que en la resolución recurrida se hayan tenido en cuenta “(...) sólo los aspectos que perjudican a los investigados y desestime, de plano y sin pronunciamiento alguno, los que deberían tenerse como atenuantes (...)”. Se insiste, todos los pormenores del asunto se abordaron detenidamente, sólo que unos tuvieron mayor preponderancia que otros.

Como colofón a este punto, se destaca, pues, que todas las causales de atenuación puestas de presente por la encartada fueron objeto de análisis por parte de la Sala de Decisión, por lo que no existe ninguna falta a la objetividad ni a las normas que a su juicio, “*rigen la materia y obligan a tenerlos en cuenta*”. De todas maneras, la apelante tampoco cita cuáles serían las normas violadas en este evento, lo que impide determinar el verdadero alcance de su impugnación.

**7.3.4.8.** Sobre las circunstancias de agravación, la investigada señaló que el *a quo* no indicó cuáles fueron los clientes afectados con las conductas, máxime cuando, en su sentir, ningún inversionista resultó perjudicado, “(...) *en la medida en que se restituyeron los recursos involucrados en todos los casos en que se tenía derecho.*”

En lo que toca con este caso, la Sala es del criterio de que Asvalores sí afectó los intereses de sus clientes como consecuencia de las graves conductas en las que incurrió, pues dispuso de dineros de los inversionistas para atender operaciones ajenas, desconociendo los límites del encargo que había recibido de aquéllos.

Además, las conductas imputadas a la sociedad disciplinada, no sólo son relevantes y trascendentes, sino que vulneraron disposiciones de importancia superior para el adecuado funcionamiento del mercado y para la garantía del principio de intangibilidad de los recursos de los inversionistas. En consecuencia, no hay duda de que hubo vulneraciones concretas que causaron daños a los clientes y al mercado, lo que permite inferir la antijuridicidad de las conductas aquí reseñadas.

**7.3.4.9.** Por otro lado, la defensa consideró que las circunstancias de agravación que la Sala de Decisión estimó acreditadas “(...) *no se discriminan, de donde no se puede concluir cuál es el equivalente de la sanción básica y cuál el del*

*agravante (...)*".

Para la Sala, es claro que la sanción disciplinaria debe guardar correspondencia con la gravedad, intensidad e impacto de las conductas imputadas y acreditadas en la actuación respectiva. También lo es que debe tener un efecto útil, con idoneidad para generar disuasión, para prevenir su ocurrencia futura y para reprender al sujeto que las ocasiona (fin retributivo de la sanción).

En el caso de las actuaciones disciplinarias que se tramitan ante AMV, resulta lógico que el Tribunal reserve las sanciones más fuertes para las conductas más graves, eventos estos últimos en los cuales, incluso, el Reglamento del Autorregulador (artículo 85) habilita la posibilidad de imponer, incluso, penas concurrentes.

Por su razonabilidad y por la ausencia de pruebas sobre posibles arbitrariedades, esta Sala respeta y respalda, en consecuencia, el proceso intelectual y de ponderación del *a quo*, quien, ante la gravedad de las conductas que encontró demostradas, impuso la sanción de multa máxima.

Concluye pues la Sala que la sanción impuesta a Asvalores, guarda simetría con lo acreditado en el expediente y con la gravedad de las conductas, que comprometieron la integridad y la transparencia del mercado, en la forma como quedó documentado en el expediente y se ha señalado con particular énfasis en esta providencia.

**7.3.4.10.** Por último, en cuanto a la solicitud de aplicación del principio de Revelación Dirigida, la Sala considera que tal asunto escapa al campo de acción inherente a la función de juzgamiento a cargo del Tribunal Disciplinario, que comprende el desenlace de la controversia disciplinaria y el ejercicio inmediato de su enteramiento a las partes, a través del respectivo ejercicio de notificación.

Importa recordar, igualmente, que el artículo 96 del Reglamento de AMV le otorga la facultad de divulgación de las decisiones que se encuentran en firme, al Presidente de AMV<sup>32</sup>.

En consecuencia, la Sala estima que es al Autorregulador del Mercado de Valores, en cabeza de su Presidente, a quien corresponde determinar el mejor momento para que la decisión adoptada en este proceso sea divulgada a terceros, tomando en consideración variables de impacto, conveniencia y potencial incidencia en el mercado, cuya dilucidación, se insiste, no forma parte de los aspectos por resolver en la fase de juzgamiento de la controversia disciplinaria y para cuyo dimensionamiento el expediente no arroja suficientes elementos de juicio.

---

<sup>32</sup> **Artículo 96. Reserva.** (...) El Presidente de AMV también podrá suministrar información al público en general sobre los procesos disciplinarios cuya decisión final se encuentre en firme, así como sobre los asuntos relativos a AMV, sin necesidad de autorización previa.

Sin perjuicio de lo anterior, el Presidente de AMV informará a través de la página web de AMV, y en caso de considerarlo necesario a través de comunicados de prensa, sobre las decisiones mediante las cuales se resuelvan las investigaciones disciplinarias una vez se encuentren en firme y sobre los acuerdos de terminación anticipada. Así mismo, informará sobre las decisiones por virtud de las cuales se adopten las medidas preventivas.

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 Roberto Pinilla Sepúlveda, su Presidente; Fernán Bejarano Arias y Mauricio Ortega, previa deliberación constante en Acta No. 97 del 6 de febrero de 2013, por unanimidad,

**RESUELVE:**

**ARTÍCULO PRIMERO: CONFIRMAR** en su integridad la decisión contenida en la Resolución No. 9 del 21 de diciembre de 2012, proferida por la Sala de Decisión "5" del Tribunal Disciplinario.

**ARTÍCULO SEGUNDO: ACLARAR** que de conformidad con lo dispuesto en el artículo 82 del Reglamento de AMV, el pago de la multa aquí confirmada deberá realizarse dentro de los **cinco (5) días hábiles** siguientes a aquel en que quede en firme la presente Resolución.

**ARTÍCULO TERCERO: ADVERTIR** a ASVALORES S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA que contra la presente Resolución no procede recurso alguno.

**ARTÍCULO CUARTO:** 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, **INFORMAR** a la Superintendencia Financiera de Colombia la decisión aquí adoptada, una vez ésta se encuentre en firme.

**NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE**

**ROBERTO PINILLA SEPÚLVEDA**  
**PRESIDENTE**

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