

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA - AMV -

TRIBUNAL DISCIPLINARIO

SALA DE REVISIÓN

RESOLUCIÓN No. 6

Bogotá D.C., 10 de abril de dos mil quince (2015)

NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: 01-2012-259
INVESTIGADO: JUAN CARLOS NAVARRO GUTIÉRREZ
RESOLUCIÓN: SEGUNDA INSTANCIA

Decide la Sala el recurso de apelación interpuesto por **JUAN CARLOS NAVARRO GUTIÉRREZ** contra la Resolución No. 4 del 18 de marzo de 2014¹, por la cual la Sala de Decisión No. "10" del Tribunal Disciplinario de AMV decidió imponer al investigado una sanción de expulsión y de multa de cien (100) salarios mínimos legales mensuales vigentes (SMLMV), por el incumplimiento de lo previsto en los artículos 1266 del Código de Comercio²; 36.1³, 36.6⁴, 38.3⁵ y 51.8⁶ del Reglamento de AMV; 7 [4] del Decreto 1172 de 1980⁷; 7.3.1.1.1⁸, 7.6.1.1.2⁹ y 7.6.1.1.3¹⁰ del

¹ Folios 0194 a 0212 de la Carpeta de Actuaciones Finales de la Investigación Disciplinaria número 01-2012-259.

² **Artículo 1266 del Código de Comercio:**- *"El mandatario no podrá exceder los límites de su encargo. Los actos cumplidos más allá de dichos límites sólo obligarán al mandatario, salvo que el mandante los ratifique. El mandatario podrá separarse de las instrucciones, cuando circunstancias desconocidas que no puedan serle comunicadas al mandante, permitan suponer razonablemente que éste habría dado la aprobación.*

³ **Artículo 36.1. Reglamento de AMV. Deberes generales en la actuación de los sujetos de autorregulación:**- *Los sujetos de autorregulación deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, claridad, precisión, probidad comercial, seriedad, cumplimiento, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrolla.*

⁴ **Artículo 36.6. Reglamento de AMV. Cultura de cumplimiento y de control interno:**- *Las personas naturales vinculadas deben asegurar que las obligaciones impuestas por la normatividad aplicable a ellas y a los miembros sean observadas. Los miembros deberán contar con los recursos humanos, tecnológicos y de información necesarios para adelantar una gestión de control interno adecuada, teniendo en cuenta la naturaleza de las actividades de intermediación que adelante.*

⁵ **Artículo 38.3 Reglamento de AMV Prevención y administración:**- *Los sujetos de autorregulación deberán prevenir la ocurrencia de conflictos de interés. Si no fuere posible prevenir una situación de conflicto de interés, los sujetos de autorregulación deberán administrar cada caso de manera idónea, sin perjuicio de lo establecido en las normas de naturaleza especial. Para esto cada miembro adoptará las políticas e implementará procedimientos tales como: a) Revelación al superior Jerárquico o cualquier otra persona al interior de la entidad y/o órgano de control designado para el efecto. b) Revelación previa a las partes afectadas. c) Obtención de autorización previa. d) Prohibición o abstención para actuar frente al conflicto de interés. Parágrafo:- Los conflictos de interés que puedan surgir con ocasión de la actividad de intermediación de valores, se considerarán subsanados una vez hayan sido debidamente administrado.*

⁶ **Artículo 51.8 Reglamento de AMV Recepción de órdenes a través de un medio verificable:**- *Los sujetos de autorregulación tendrán que recibir las órdenes, sus modificaciones o las cancelaciones de órdenes a través de un medio verificable, Para los efectos del presente Reglamento, se entiende que no existe orden si no fue impartida a través de medio verificable La información contenida en medio verificable deberá ser almacenada de manera íntegra y protegerse de alteraciones posteriores. Los sujetos de autorregulación no podrán recibir órdenes ni modificaciones o cancelaciones de órdenes, sin que quede registro de la misma en un medio verificable.*

⁷ **Artículo 7 Decreto 1172 de 1980:**- *Son obligaciones de los comisionistas de bolsa, además de las que establezcan sus propios reglamentos, las siguientes: [...] 4ª) Realizar sus negocios de manera tal que no induzca a error a las partes contratantes [...].*

⁸ **Artículo 7.3.1.1.1. Decreto 2555 de 2010:**- *Los intermediarios de valores deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad, y profesionalismo, cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan.*

Decreto 2555 de 2010; y 5.2.2.12¹¹ del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia (todos vigentes para la época de ocurrencia de los hechos).

1. ANTECEDENTES GENERALES DE LA ACTUACIÓN

El **04 de octubre de 2012**, AMV le solicitó formalmente explicaciones al investigado¹².

Mediante escrito del **8 de noviembre de 2012**, el investigado presentó formalmente la respuesta a la solicitud de explicaciones formulada¹³.

Una vez analizada la respuesta del investigado, AMV no la consideró de recibo. Por tal motivo, formuló pliego de cargos en su contra el **26 de febrero de 2013**¹⁴.

En ejercicio de su derecho de contradicción, el investigado presentó ante el Tribunal Disciplinario de AMV la respuesta al pliego de cargos el **19 de marzo de 2013**¹⁵.

Seguidamente, la Secretaría, mediante oficio del **22 de marzo de 2013**, repartió el caso a la Sala de Decisión "10" del Tribunal Disciplinario¹⁶.

Una vez analizado el caso, la Sala de Decisión "10" del Tribunal Disciplinario, mediante Resolución No. 4 del **18 de marzo de 2014**¹⁷, decidió imponer al inculpado las sanciones de EXPULSIÓN del mercado y de MULTA de CIEN (100) SALARIOS MÍNIMOS LEGALES MENSUALES VIGENTES.

El investigado interpuso recurso apelación en contra de la Resolución de primera instancia, mediante escrito radicado ante la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV el **1 de abril de 2014**¹⁸.

Seguidamente, la Secretaría del Tribunal Disciplinario corrió traslado del recurso de apelación a AMV, mediante oficio del **4 de abril de 2014**¹⁹.

AMV se pronunció frente al recurso de apelación interpuesto por el inculpado, mediante escrito del **16 de abril de 2014**, radicado ante la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario²⁰.

⁹ **Artículo 7.6.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010**:- Se entiende por conflicto de interés la situación en virtud de la cual una persona en razón de su actividad se enfrenta a distintas alternativas de conducta con relación a intereses incompatibles, ninguno de los cuales puede privilegiar en atención a sus obligaciones legales o contractuales. Entre otras conductas se considera que hay conflicto de interés cuando la situación llevaría a la escogencia entre (i) la utilidad propia y la de un cliente, o (ii) la de un tercero vinculado al agente y un cliente, o (iii) la utilidad del fondo (de valores) que administra y la de otro cliente o la propia, o (iv) la utilidad de una operación y la transparencia del mercado.

¹⁰ **Artículo 7.6.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010**:- 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: (i) abstenerse de obrar frente a conflictos de interés; (ii) abstenerse de dar información ficticia, incompleta o inexacta; (iii) omitir conductas que puedan provocar por error la compra o venta de valores y (iv) evitar participar bajo cualquier forma en operaciones no representativas del mercado [...].

¹¹ **Artículo 5.2.2.12 del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia**:- Las personas vinculadas a las sociedades comisionistas de bolsa 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.

¹² Folios 0002 a 0066 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

¹³ Folios 0069 a 0092 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

¹⁴ Folios 0107 a 0164 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

¹⁵ Folios 0172 a 0186 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

¹⁶ Folios 0187 a 0189 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

¹⁷ Folios 0194 a 0212 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

¹⁸ Folios 0215 a 0226 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

¹⁹ Folio 0227 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

Mediante comunicación del **22 de diciembre de 2014**, el apoderado del investigado aportó ante la Secretaría del Tribunal un laudo²¹ que decidió un pleito arbitral promovido por Proyectar Valores en contra dos (2) compañías de seguros²², con el ánimo de que la Sala de Revisión tuviera en cuenta el hecho de que en dicho proceso no se acreditó que las conductas acá reprochadas hubieran sido ejecutadas por el señor Navarro a través de actos deshonestos o fraudulentos²³.

2. SÍNTESIS DEL PLIEGO DE CARGOS FORMULADO Y DE LA DEFENSA DEL INVESTIGADO

A juicio de AMV, el señor **Juan Carlos Navarro Gutiérrez**, quien para la época de los hechos investigados era funcionario de Proyectar Valores S.A Sociedad Comisionista de Bolsa (hoy en liquidación forzosa administrativa):

- (i) Excedió el mandato conferido por parte de dos de sus clientes, al realizar operaciones sin contar con las órdenes correspondientes.
- (ii) Indujo a error a dos de sus clientes.
- (iii) Incumplió las normas relativas a conflictos de interés.
- (iv) Desconoció los deberes generales de lealtad, honestidad profesionalismo y de actuar de buena fe, exigibles a los sujetos de autorregulación.

Los hechos que sirvieron de sustento para la formulación de tales cargos se sintetizan a continuación:

2.1. Juan Carlos Navarro Gutiérrez se desempeñó como "asesor financiero" de Proyectar Valores entre el **2 de enero de 2007** y el **4 de agosto de 2011**²⁴. El día en que se desvinculó, radicó ante Proyectar Valores una comunicación mediante la cual reconoció que tuvo "inconvenientes" con la ejecución de los contratos de mandato para administración de valores de dos (2) de sus clientes, esto es, de **AAA** y **BBB**.

Indicó que dichos "inconvenientes" se circunscriben "(...) al no cumplimiento estricto de las instrucciones de los clientes, por diferentes situaciones del mercado de valores". En dicha comunicación, también reconoció que los portafolios de los clientes tenían un "número menor de acciones" y que dicha circunstancia obedecería "(...) a pérdidas derivadas de los movimientos de las mismas durante el último año y al comportamiento del mercado accionario, y no a manejos diferentes"²⁵.

²⁰ Folios 0228 a 0240 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

²¹ Folios 000242 a 000437 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

²² **GGG** y **HHH**.

²³ Nótese que en la comunicación mediante la cual aportó el mencionado laudo, el apoderado del apelante señaló lo siguiente: "[E]n dicho laudo Arbitral se hace alusión a las conductas ejercidas por mi poderdante respecto del portafolio de **AAA** y la señora **BBB** (específicamente fls. 98 a 106), con la finalidad de que ello obre dentro de la presente investigación y sea tenido en cuenta al momento de adoptar la decisión (...)" (Folio 000241 de la Carpeta de Actuaciones Finales). Al verificar los folios 98 a 106 del laudo, la Sala advirtió que el Tribunal de Arbitraje expresó lo siguiente: "[N]o habiendo sido reconocido por el propio demandante que se hubiera tratado de actos deshonestos o fraudulentos del empleado, este solo aspecto impide que la pérdida que pudiera derivar de aquellos resulte indemnizable por el asegurador bajo el amparo de Infidelidad de Empleado" (Folio 000343 de la Carpeta de Actuaciones Finales.).

²⁴ Según certificación expedida por el liquidador de Proyectar Valores, ubicada en el folio 000002 de la Carpeta de Pruebas.

²⁵ La comunicación en comento se encuentra en el folio 000008 de la Carpeta de Pruebas.

- 2.2.** El inculpado fungió como comercial asignado a los inversionistas **AAA** y **BBB**²⁶.
- 2.3.** Con corte al **31 de diciembre de 2009**, cada cliente tenía compradas 1.000.000 de acciones de **ZZZ**²⁷.
- 2.4.** El **25 de octubre de 2010**, el señor **AAA**, actuando en nombre propio y en calidad de ordenante de su esposa, le ordenó al investigado que vendiera acciones de **ZZZ**, con el fin de obtener utilidades y recomprarlas a nombre de **CCC** y **DDD** (sus hijas), de quienes también era ordenante. No obstante, en su instrucción no especificó la cantidad de acciones a vender por parte de cada inversionista (solo definió un monto a modo de ejemplo).
- 2.5.** AMV advirtió que en lugar de acatar las mencionadas instrucciones, el investigado se apartó de la voluntad de sus clientes, pues entre **octubre de 2010** y **mayo de 2011**, efectuó a nombre de los señores **AAA** y **BBB**, 585 operaciones (repo, de venta y de compra) sobre acciones de **ZZZ**, sin contar con las órdenes respectivas, sin obtener utilidades y sin recomprarlas a nombre de sus hijas, como le fuera encomendado. El instructor agregó que dichas negociaciones generaron comisiones para Proyectar Valores por \$108.540.483, valor del que se benefició el disciplinado a través de su remuneración variable, la cual aumentó en un porcentaje considerable durante el período investigado, en aproximadamente 176.5%, frente a la remuneración que venía recibiendo ordinariamente.

Según AMV, las operaciones irregulares celebradas por parte del investigado por cuenta de **AAA**, fueron en síntesis, las siguientes:

- (i) Entre el **2 de noviembre** y el **2 de diciembre de 2010**²⁸, vendió 1.830.334 acciones de **ZZZ** y a su vez, recompró la misma cantidad por un mayor valor al de venta, generando una pérdida por \$1.037.600.000.00 en el portafolio del inversionista, incluyendo las comisiones generadas.
- (ii) El **24 de mayo de 2011** vendió 1.191.588 acciones de **ZZZ** y recompró 191.588 títulos de la misma especie.
- (iii) Entre el **25 de mayo** y el **20 de junio de 2011**, compró 683.563 acciones de **ZZZ**.

Como resultado de las anteriores operaciones, con corte al **30 de junio de 2011**, el portafolio del cliente tenía 683.563 acciones de **ZZZ**, del millón de acciones de dicha especie que lo componían inicialmente.

Por su parte, AMV indicó que las operaciones irregulares celebradas por parte del investigado por cuenta de **BBB**, fueron en síntesis, las siguientes:

- (i) Entre el **3 de noviembre** y el **2 de diciembre de 2010**, compró 2.647.555 acciones de **ZZZ** en la suma de \$11.327.100.000.00. La

²⁶ Esto encuentra sustento en los formatos de apertura y actualización de cuentas de los clientes **AAA** y **BBB**, los cuales se encuentran en forma digital dentro del CD al que remite el Acta que se encuentra en el folio 000303 de la Carpeta de Pruebas, en la siguiente ubicación "ANEXOS AMV 1712/ 1. Anexos **AAA** y **BBB/a.Aperturas**".

²⁷ AMV indicó como prueba para acreditar esta circunstancia, la herramienta de minería de datos de la Bolsa de Valores de Colombia denominada "Cognos".

²⁸ Siendo éstas las fechas de cumplimiento de las operaciones (según se explica en el folio 0010 de la Carpeta de Actuaciones Finlaes).

misma cantidad fue vendida por \$10.777.000.000.00. Estas negociaciones generaron una pérdida de \$585.800.000.00 en el portafolio del cliente, incluyendo las comisiones generadas.

- (ii) El **24 de mayo de 2011**, vendió 1.000.000 de acciones de **ZZZ** en \$3.982.000.000.00.

Como resultado de las anteriores operaciones, con corte al **30 de junio de 2011**, el portafolio de la cliente disminuyó en 1.000.000 de acciones de **ZZZ** y tenía un saldo a favor de \$1.800.000.000.00.

- 2.6.** El **22 de febrero de 2011**, el investigado le envió al señor **AAA** dos correos electrónicos a través de los cuales adjuntó información del aplicativo de Proyectar Valores denominado OyD, relacionada con los movimientos de su portafolio y el de su esposa (**BBB**). De acuerdo con el instructor, dichos correos reflejan que entre el **1 de enero de 2010** y el **29 de diciembre de 2010**, el investigado vendió 1.830.334 acciones de **ZZZ** de **AAA** por un valor de \$7.553.692.770.38 y recompró la misma cantidad pero a un valor de \$8.591.306.983.85, lo que representa una pérdida en su portafolio por la suma de \$1.037.614.231,47²⁹.
- 2.7.** El **8 de marzo de 2011**, el apelante y el señor **AAA** se comunicaron telefónicamente en dos ocasiones³⁰. En ambas, el cliente cuestionó al investigado pérdidas en su portafolio, valuadas en \$1.037.614.231,47. Frente a estas inquietudes, el instructor indicó que el investigado puso en duda la existencia de las mismas y además que no fue claro en las explicaciones que le rindió a su cliente sobre este particular³¹.
- 2.8.** El **15 de marzo de 2011**, tanto el apelante como el señor **AAA** se comunicaron otra vez vía telefónica³². En dicha ocasión, el apelante insistió en que no hubo pérdidas, sino utilidades. Para justificarlas, le indicó a su cliente que le había enviado un correo electrónico con la información de su portafolio que daría cuenta de las supuestas utilidades³³.

²⁹ Véase el Folio 000024 de la Carpeta de Actuaciones Finales (Solicitud Formal de Explicaciones).

³⁰ La primera conversación telefónica se identifica con el nombre "IN-20110308-092832-3121955-636.gsm" y se encuentra ubicada dentro del CD al que remite el acta que se encuentra en el folio 354 de la Carpeta de Pruebas. Por su parte, la segunda conversación telefónica se identifica con el nombre "IN-20110308-103308-3121955-636.gsm" y se encuentra ubicada dentro del CD al que remite el acta que se encuentra en el folio 354 de la Carpeta de Pruebas.

³¹ En la primera conversación, **AAA** le preguntó al investigado sobre las pérdidas en comento. Sobre el particular, el apelante le manifestó "Muy raro eso", justificándose con comentarios como los siguientes: "Si porque eso se hace con arbitraje afuera si correcto"; "Si supuestamente, pero eso con **ZZZ** pero eso es con el arbitraje pero el saldo en cartera está correcto"; "Si por el arbitraje pues porque eso se hace con marcando pero lo importante es el saldo como queda si me entendés? o sea el saldo al final del año concuerda con el movimiento, o sea pasamos con cincuenta millones de pesos como quedó el saldo al final de año". Seguidamente, **AAA** le formuló el siguiente comentario: "Pero aquí dice compras once mil y pico once mil cuatrocientos cuarenta y cinco (...) y ventas once mil trescientos dieciocho pérdida ciento veinte seis millones", al cual respondió el investigado lo siguiente: "Ah queda marcado así en el extracto!". Finalmente, importa precisar que las pérdidas en el portafolio por \$1.037.614.231,47 encuentran sustento en los documentos de Excel adjuntos a los correos electrónicos del 22 de febrero de 2011. La Sala verificó que estos correos electrónicos se encuentran en dos discos duros que fueron allegados a AMV por parte de Proyectar Valores y que fueron adjuntados a la comunicación 3006 del 13 de octubre de 2011 de Proyectar al Autorregulador (la cual se encuentra en los folios 195 a 197 de la Carpeta de Pruebas). Estos discos duros figuran también como pruebas de esta actuación, tal como se desprende de las actas ubicadas en los folios 320 y 321 de la Carpeta de Pruebas.

³² Esta conversación telefónica se identifica con el nombre "IN-20110315-153529-3121955-636.gsm" y se encuentra ubicada dentro del CD al que remite el acta que se encuentra en el folio 354 de la Carpeta de Pruebas.

³³ La Sala verificó que este correo electrónico se encuentra el disco duro que fue allegado a AMV por parte de Proyectar Valores y que fue adjuntado a la comunicación 3006 del 13 de octubre de 2011 de Proyectar al Autorregulador (la cual se encuentra en los folios 195 a 197 de la Carpeta de Pruebas). Este disco duro figura también como prueba de esta actuación, tal como se desprende de las actas ubicadas en los folios 320 y 321 de la Carpeta de Pruebas.

AMV verificó que, en efecto, el investigado le envió al señor **AAA** un correo electrónico el **08 de marzo de 2011**, al cual adjuntó unos archivos en Excel que contenían información sobre las compras y ventas de acciones que había realizado a su nombre durante el año 2010.

Tras revisar al detalle estos documentos, AMV concluyó que en el caso del portafolio de **AAA**, el investigado suprimió cinco (5) operaciones, lo cual reflejó utilidades en lugar de pérdidas, mientras que en el caso del portafolio de **BBB**, suprimió del documento tres (3) operaciones, documento que mostraban pérdidas menores a las reales³⁴.

- 2.9.** El **3 de mayo de 2011**, el señor **AAA** impartió nuevamente una orden al investigado vía telefónica³⁵, esta vez con el propósito de que vendiera 1 millón de acciones de **ZZZ** de **BBB** y que las comprara a favor de sus hijas, así: 510.000 acciones para **CCC** y 490.000 para **DDD**. No obstante, el investigado no habría podido ejecutar la orden, debido a que dichas acciones ya estaban comprometidas en una de las operaciones repo pasivas que celebró sin instrucción de su ordenante. Según AMV, este repo pasivo se celebró presuntamente con el propósito de apalancar la compra, también sin orden, de 70.000 acciones de **YYY**³⁶.

Ahora bien, frente a los hechos y a los cargos imputados, el investigado se defendió, en síntesis, de la siguiente manera:

- (i)** A su juicio, el señor **AAA** le tenía un grado de confianza a tal punto suficiente, que le firmaba órdenes de giro en blanco durante todos los años que manejó sus inversiones. Es más, dijo, tenía una orden general para fondear los recursos en caja y poder rentabilizarlos. No obstante, no aportó prueba alguna para acreditarlo.
- (ii)** El señor **AAA** tenía un claro perfil de inversionista de alto riesgo, y le gustaba actuar todos los días en el mercado para ganar más dinero, a riesgo de perderlo. Precisamente, expresó, el azar del mercado de valores es la única razón que puede explicar las pérdidas que se generaron, expresó la defensa.
- (iii)** Existieron órdenes generales y abiertas para transar sobre acciones de **ZZZ**. No obstante, no aportó prueba alguna para acreditarlo.

3. LA RESOLUCIÓN DE PRIMERA INSTANCIA

La Sala de Decisión "10" del Tribunal Disciplinario avocó el conocimiento de la investigación disciplinaria y, según se indicó, mediante Resolución No. 4 del 18 de marzo de 2014, le puso fin a la actuación en primera instancia. En la Resolución, la Sala de Decisión se refirió, en síntesis, a los siguientes aspectos de fondo:

³⁴ Folio 000031 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

³⁵ Esta orden se halla incorporada en la llamada telefónica identificada con el nombre "IN-20110503-120011-3121989-636-1304442008.3024.gsm", la cual se encuentra en el CD al que remite el folio 000371 de la Carpeta de Pruebas.

³⁶ La Sala destaca que entre los folios 00042 y 00066 de la Carpeta de Actuaciones finales, advirtió la existencia de cinco (5) anexos que contienen información obtenida por parte de AMV a través de la herramienta de minería de datos de la Bolsa de Valores de Colombia denominada "Cognos". Cada uno de estos anexos, contiene un cuadro que reflejan en total, las 585 operaciones que celebró el apelante por cuenta de los clientes entre **octubre de 2010** y **mayo de 2011**. También se corroboró que dentro del expediente obran los extractos de cuenta de estos dos clientes en Proyectar Valores. El extracto de **BBB** se encuentra entre los folios 000021 y 000060 de la Carpeta de Pruebas, mientras que el de **AAA** se encuentra entre los folios 000065 y 000099 de la misma Carpeta. Todas estas pruebas dan cuenta de la efectiva realización del repo pasivo que se celebró presuntamente con el propósito de apalancar la compra, también sin orden, de 70.000 acciones de **YYY**.

Frente al cargo por exceso de mandato, sostuvo que en el expediente está plenamente probado que el investigado celebró las operaciones reprochadas. Sin embargo, no encontró prueba de cada una de las órdenes para dichas operaciones. Para el efecto, revisó las conversaciones telefónicas que sostuvieron el investigado y el señor **AAA** los días 25 de octubre de 2010, 17 de enero 2011, 15 de marzo 2011 y 03 de mayo 2011, de las cuales dedujo que únicamente es posible encontrar dos (2) órdenes, ninguna de las cuales se ejecutó en debida forma.

Al estudiar el cargo por el suministro de información errada a dos (2) de sus clientes, la Sala sostuvo que en el expediente hay pruebas suficientes para acreditar la responsabilidad disciplinaria del apelante por esta conducta. Dentro de dichas pruebas destacó las conversaciones telefónicas del 8 y 15 de marzo de 2011 (en las cuales el investigado negó la existencia de pérdidas en el portafolio de **AAA**), así como los correos electrónicos del 22 de febrero y 6 de marzo de 2011, en los cuales, en criterio de la Sala de Decisión, es ostensible la diferencia entre los informes de movimientos de cuenta de los clientes **AAA** y **BBB** del aplicativo OyD de Proyectar Valores, y los archivos de Excel enviados por el inculpado al señor **AAA**.

Por su parte, la Sala encontró responsable al investigado frente al cargo por incumplir las normas relacionadas con conflicto de interés, por cuanto *"(...) antepuso sus propios intereses frente a los de sus clientes, puesto que no de otra manera puede entenderse su comportamiento, la realización continua y sucesiva de 585 operaciones, en un lapso de casi ocho meses, de manera inconsulta y con el único fin de generar comisiones a su favor sin tomar en cuenta la utilidad que las negociaciones podrían reportar para sus clientes"*³⁷.

Finalmente, señaló que *"(...) resulta palmario que el inculpado, al haber desbordado las reglas del mandato respecto de dos de sus clientes, suministrarles información inexacta para inducirlos en error y haber desconocido el régimen de conflictos de interés, ha desconocido, igualmente, los deberes de lealtad, probidad, honestidad y profesionalismo, propios de un buen hombre de negocios y exigibles a los sujetos de autorregulación"*.

En consecuencia, la Sala impuso al investigado, tal como se indicó, la sanción de expulsión del mercado de valores, en concurrencia con una multa de cien (100) salarios mínimos legales mensuales vigentes.

4. EL RECURSO DE APELACIÓN INTERPUESTO POR EL INVESTIGADO

Encontrándose dentro del término legal, el investigado interpuso un recurso de apelación en contra de la Resolución de primera instancia, el cual se resume a continuación:

Frente al cargo por exceso de mandato, alegó que se violó el debido proceso ya que se inició la investigación por una causal, y se le sancionó por otra diferente³⁸. No obstante, no especificó cuál fue la causal que a su juicio motivó la imputación de cargos, ni tampoco aquella que en su criterio motivó la imposición de la sanción.

Indicó que las órdenes para las operaciones sí existieron y que las mismas *"(...) eran abiertas y se otorgaron por el propio señor AAA (...)"*³⁹. Añadió que mediante un análisis literal de la conversación del 25 de octubre de 2010, es posible advertir

³⁷ Folio 000210 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

³⁸ Folio 000217 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

³⁹ Folio 0217 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

*"(...) que se estaba dando una autorización para vender y comprar acciones de ZZZ de forma abierta e ilimitada"*⁴⁰.

Agregó que *"(...) nunca extralimitó el mandato a él conferido (...) "*⁴¹, pues el *"comportamiento del mercado"* habría sido el responsable de que no hubiese podido cumplir con la instrucción de compra y de venta de acciones de **ZZZ**.

Respecto de la conversación del 15 de marzo de 2011, indicó que *"(...) es una notificación evidente de la venta y recompra de las acciones de ZZZ (...) "*⁴², lo cual, en su criterio, confirma que existía una orden verbal y abierta. Por su parte, al referirse a la conversación del 3 de mayo de 2011, en la cual el señor **AAA** le ordenó vender 1 millón de acciones de **ZZZ** de la señora **BBB** para comprarlas a favor de sus hijas, sostuvo que a pesar de que las mencionadas acciones estaban comprometidas en una operación repo pasiva, las mismas sí existían y se estaba a la espera de la operación de regreso para disponer de ellas en la forma instruida⁴³.

Aseveró que el Tribunal incurrió en una contradicción, *"(...) afirmando que sí existieron autorizaciones verificables (cuando anteriormente dijo que no)"*⁴⁴, y que en una *"(...) abierta ignorancia a lo que es la dinámica de las operaciones en bolsa (...) "*⁴⁵, se equivocó al asegurar que el investigado celebró 585 operaciones, pues en su criterio, él celebró 10 operaciones a favor del cliente **AAA** y 12 a favor del cliente **BBB**, a través de un total de 585 "calces".

De otro lado, se pronunció frente al cargo por inducción a error en la información suministrada alegando, en primera medida, que no habría sido posible para él inducir a error a la señora **BBB**, pues ella padecía de alzhéimer⁴⁶.

Además, sostuvo que no indujo a error a los clientes, pues *"(...) los extractos de todas las operaciones realizadas por el señor NAVARRO, llegaban personalmente (...) "*⁴⁷ a su casa.

Indicó que la conducta reprochada no se adecuaba al tipo sancionable. Para el efecto sostuvo que el artículo 7° del decreto 1172 de 1980, señala que *"(...) lo sancionable es que se realicen negocios que induzcan a error a los contratantes y aquí en este punto se le imputa al señor NAVARRO que supuestamente en la conversación transcrita y en un correo enviado, no contó que el portafolio había generado "significativas pérdidas"*⁴⁸.

En relación con el cargo por conflicto de interés, señaló que no es cierto que el único interés del investigado fuera incrementar sus comisiones, pues él desempeñaba sus funciones inclusive por una retribución inferior a la que normalmente se pagaba en el mercado⁴⁹.

Agregó, sin aportar prueba para acreditarlo, que el patrimonio del encartado no se incrementó a costa de su cliente⁵⁰. Argumentó que, en cambio, el portafolio de la familia del señor **AAA** inició en un valor equivalente a \$26.943.098.000 y que al finalizar la relación contractual, se les entregó el equivalente a \$41.389.000.000⁵¹.

⁴⁰ Folio 0218 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁴¹ Folio 0217 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁴² Folio 0218 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁴³ Folio 0218 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁴⁴ Folio 0218 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁴⁵ Folio 0218 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁴⁶ Folios 0220 y 0221 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁴⁷ Folio 0221 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁴⁸ Folio 0222 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁴⁹ Folio 0222 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁵⁰ Folio 0222 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁵¹ Folio 0223 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

Finalmente, sostuvo que no desconoció los deberes generales de conducta debido a que "(...) lo único que generó la gestión del disciplinado fue un incremento patrimonial del señor **AAA**, equivalente a los DIECISIETE MIL MILLONES DE PESOS (\$17.000.000.000)"⁵². Concluyó que semejante beneficio "multimillonario", descarta que él haya obrado de mala fe, sin honestidad o sin profesionalismo.

5. PRONUNCIAMIENTO DE AMV FRENTE AL RECURSO DE APELACIÓN INTERPUESTO POR EL INVESTIGADO

En síntesis, AMV se pronunció de la siguiente manera frente al recurso de apelación interpuesto por el investigado:

En primer lugar, indicó que de la grabación telefónica del **25 de octubre de 2010**, resulta evidente que **AAA** impartió una orden para vender acciones de **ZZZ** a su nombre y de su esposa, para recomprarlas posteriormente a nombre de sus hijas, obteniendo utilidades. No obstante, dicha orden no se habría ejecutado en debida forma sino que se celebraron un número importante de operaciones sin órdenes que las antecedieran.

En relación con la orden que **AAA** emitió el **3 de mayo de 2011** para que el investigado vendiera el millón de acciones de **ZZZ** de la señora **BBB** y para que las recomprara a nombre de sus hijas, AMV reiteró que el apelante no habría ejecutado dicha orden debido a que las acciones en comento se encontraban en aquél momento comprometidas en una operación repo pasiva que se celebró sin orden previa.

Destacó como prueba determinante en esta actuación, la comunicación del 4 de agosto de 2011 mediante la cual el investigado reconoció que tuvo inconvenientes con el portafolio de los clientes **AAA** y **BBB**, los cuales se concretan, en palabras del investigado "(...) al no cumplimiento estricto de las instrucciones de los clientes, por diferentes situaciones del mercado (...)".

Frente al argumento del investigado de acuerdo con el cual la Sala de Decisión confundió el concepto de "operación" con el de "calce", AMV sostuvo que "[L]as explicaciones rendidas por el señor NAVARRO GUTIERREZ no son de recibo frente a las 585 operaciones relacionadas, en tanto él no aporta las pruebas que desvirtúen el exceso del mandato predicado y la ausencia de órdenes para la realización de dichas operaciones"⁵³.

También se refirió al cargo relacionado con la inducción a error a sus clientes, solicitando que se desestimaran sus argumentos "(...) toda vez que en el pliego de cargos se precisa que los argumentos de defensa del investigado están más orientados al exceso del mandato predicado en su contra, que a la conducta de haber inducido a error a sus clientes"⁵⁴. Agregó que no es cierto que se hayan efectuado "operaciones de arbitraje", tal como el apelante intentó hacerle creer a su cliente, mediante las conversaciones telefónicas que sostuvo con él el 8 de marzo de 2011.

Para finalizar, AMV abordó el planteamiento del apelante mediante el cual argumentó no haber infringido las normas sobre conflictos de interés, porque, aparentemente, las comisiones que recibió por cuenta de las operaciones acá reprochadas, fueron inferiores a las que generalmente pagaba el mercado. Al respecto, el Autorregulador indicó que "(...) el investigado se encontraba frente a dos intereses incompatibles. Uno de ellos, era el que tenía que ver con sus clientes

⁵² Folios 000223 y 000224 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁵³ Folio 000235 de la Carpeta de Pruebas.

⁵⁴ Folio 000236 de la Carpeta de Pruebas.

que se traducía en la correcta administración y custodia de sus portafolios, y el otro, era su propio interés que se tradujo en la generación de comisiones a través de la realización de operaciones que sus clientes desconocían y que lo beneficiaron a él”⁵⁵.

Como consecuencia de todo lo anterior, AMV solicitó a la Sala de Revisión que confirmara en todas sus partes la Resolución No. 04 del 18 de marzo de 2014, proferida por la Sala de Decisión No. “10”.

6. CONSIDERACIONES DE LA SALA DE REVISIÓN

6.1. Competencia

Por mandato del artículo 25 de la Ley 964 de 2005 “(...) quienes realicen actividades de intermediación están obligados a autorregularse”, a lo cual añade el artículo 24 de esa misma normatividad que el ámbito de la autorregulación comprende, entre otros aspectos, el ejercicio de la función disciplinaria.

En armonía con lo anterior, los artículos 11 y 54 del Reglamento de AMV contemplan que la aludida función se ejerce con el fin de determinar la posible responsabilidad de los “*sujetos de autorregulación*”, ante el incumplimiento de la “*normatividad aplicable*”, para proceder, si es del caso, a imponer las sanciones de que trata el artículo 81 (también del Reglamento de AMV), si es que hay lugar a ello.

Precisamente, los artículos 11.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 y 1° del Reglamento de AMV, delimitan el alcance del concepto “*sujetos de autorregulación*”, para precisar que son los miembros, los asociados autorregulados voluntariamente y sus “*personas naturales vinculadas*” (PNV), mientras que según la definición contenida en el artículo 1° (también del Reglamento de AMV), la “*normatividad aplicable*” hace referencia a las normas del mercado de valores, los reglamentos de autorregulación y las reglas emitidas por los administradores de mercados.

En el anterior orden de ideas, esta Sala es competente para conocer de la presente investigación, puesto que el señor **Juan Carlos Navarro Gutiérrez** tiene el carácter de sujeto disciplinable por haberse desempeñado como persona natural vinculada a una sociedad intermediaria del mercado de valores (**Proyectar Valores**), durante el período comprendido entre el 2 de enero de 2007 y el 4 de agosto de 2011 que comprende el período de las actuaciones investigadas. Además, las normas acusadas como violadas en el pliego de cargos hacen parte de la “*normatividad aplicable*”, cuyo desconocimiento es susceptible de ser sancionado por el autoregulador.

Hecha esta claridad, se ocupa la Sala, concretamente, del estudio y análisis de los planteamientos de fondo.

6.2. Planteamientos de fondo

6.2.1. Aproximación general a la conducta de exceso de mandato del investigado frente a los clientes AAA y BBB

Esta Sala ha abordado, desde lo conceptual, la conducta de exceso de mandato en numerables ocasiones. Sobre el particular, ha indicado que dicha infracción “(...) se presenta cuando el intermediario de valores, o la persona natural a él vinculada, realiza operaciones sin el conocimiento y consentimiento

⁵⁵ Folio 000238 de la Carpeta de Pruebas.

previo de los clientes para los cuales se ejecutan dichas operaciones"⁵⁶. Además, este tipo de infracciones afecta gravemente la confianza⁵⁷ en el mercado público de valores "(...) pues los clientes suponen que el mandato conferido se ejecutará según sus instrucciones y no de manera discrecional por parte del comisionista, o de personas ajenas a la relación"⁵⁸.

Importa destacar que dentro de las facultades otorgadas en el marco de un contrato de mandato para administración de valores, como el que suscribieran los clientes **AAA** y **BBB** con Proyectar Valores, el mandatario no puede discrecionalmente decidir la realización de operaciones por cuenta de su cliente, ya que esta potestad y libertad sólo se permite, *mutatis mutandis*, para el servicio de administración de portafolios de terceros (que es otra modalidad de mandato, no la convenida en esta situación en particular). En este contrato, siempre será menester entonces que el cliente decida previamente y a través de medios verificables, la realización de las operaciones respectivas y que, para su efectiva ejecución, imparta una orden a la sociedad comisionista de bolsa⁵⁹. La Sala destaca que aquellas operaciones que en la jerga de los traders se conocen como "rotar o mover el portafolio" (como ocurrió en este caso), en realidad no existen jurídicamente. No están autorizadas para el contrato de comisión, ni de mandato para administración de valores.

Un razonamiento diferente podría conducir a la arbitrariedad y al manejo caprichoso de los recursos del público por parte de quienes, como las sociedades comisionistas de bolsa y sus funcionarios, tienen la obligación de proteger los activos de los inversionistas y de conducir en todo caso sus negocios en el mejor interés de la integridad del mercado y de las personas que participan en él, en particular de los clientes de conformidad con las normas que regulan el mercado. La incursión en este tipo de conductas, por su parte, evidencia un proceder abiertamente inconsecuente con las obligaciones de un profesional de la intermediación de valores en el manejo de bienes de terceros⁶⁰.

Hechas las anteriores precisiones y teniendo en cuenta que en primera instancia se responsabilizó disciplinariamente al investigado por haber incurrido en esta conducta, la Sala hizo un ejercicio de análisis del acervo probatorio que obra en el expediente, y encontró que, en efecto, el investigado realizó 585 operaciones por parte de los clientes **AAA** y **BBB**⁶¹, mediante una actividad que en la jerga de

⁵⁶ Tribunal Disciplinario de AMV; Sala de Revisión; Resolución No. 1 del 21 de febrero de 2011; Investigación Disciplinaria No. 01-2010-140; Página 8.

⁵⁷ Sobre la relevancia de la "confianza" como bien jurídicamente tutelado en el marco de los contratos de comisión y de mandato para la administración de valores, esta Sala ha dicho lo siguiente: "[E]se valor de la confianza se moldea lenta y laboriosamente hasta constituirse en un activo social intangible de la mayor importancia para las relaciones comerciales, al punto de que, una vez afectado, no es susceptible de reposición porque no se halla en el mercado. De ahí la importancia de conservarlo incólume" (énfasis añadido). (Tribunal Disciplinario de AMV; Sala de Revisión; Resolución No. 27 del 27 de diciembre de 2013; Investigación Disciplinaria No. 01-2012-271; Páginas 5 y 10).

⁵⁸ Tribunal Disciplinario de AMV; Sala de Revisión; Resolución No. 1 del 21 de febrero de 2011; Investigación Disciplinaria No. 01-2010-140; Página 8.

⁵⁹ Artículo 51.6 del Reglamento de AMV.

⁶⁰ Véase: Tribunal Disciplinario de AMV; Sala de Decisión No. 1; Resolución No. 6 del 13 de agosto de 2012; Investigación Disciplinaria No. 01-2011-207; Páginas 8 y 9.

⁶¹ Sobre este asunto, la Sala destaca que entre los folios 00042 y 00066 de la Carpeta de Actuaciones finales, advirtió la existencia de cinco (5) anexos que contienen información obtenida por parte de AMV a través de la herramienta de minería de datos de la Bolsa de Valores de Colombia denominada "Cognos". Cada uno de estos anexos, contiene un cuadro que reflejan en total, las 585 operaciones que celebró el apelante por cuenta de los clientes entre **octubre de 2010** y **mayo de 2011**. También se corroboró que dentro del expediente obran los extractos de cuenta de estos dos clientes en Proyectar Valores. El extracto de **BBB** se encuentra entre los folios 000021 y 000060 de la Carpeta de Pruebas, mientras que el de **AAA** se encuentra entre los folios 000065 y 000099 de la misma Carpeta. Todas estas pruebas dan cuenta de la efectiva realización de las operaciones cuestionadas.

los *traders* se conoce como "rotar o mover el portafolio". Además, la Sala corroboró que no existe prueba alguna dentro del expediente que acredite la existencia de las órdenes que antecedieron a las operaciones reprochadas.

Para la Sala hay suficiente claridad fáctica sobre la celebración de las operaciones y sobre la inexistencia de las órdenes que las sustentaron. En consecuencia, se ocupará a continuación de abordar los argumentos del apelante en relación con esta conducta.

6.2.2. El apelante celebró múltiples operaciones sin órdenes de sus clientes, lo cual resulta incongruente con la instrucción emitida por AAA el 25 de octubre de 2010

El apelante alegó que las órdenes para las operaciones reprochadas se emitieron en la conversación telefónica del 25 de octubre de 2010, que las mismas "(...) eran abiertas y se otorgaron por el propio señor **AAA** (...)"⁶² y que "(...) se estaba dando una autorización para vender y comprar acciones de **ZZZ** de forma abierta e ilimitada"⁶³.

Al analizar en detalle el contenido de la conversación telefónica del 25 de octubre de 2010⁶⁴, esta Sala infirió que el señor **AAA**, actuando en nombre propio y en calidad de ordenante de su esposa, instruyó al investigado, por un lado, para que "vendiera" acciones de **ZZZ** (con el fin de obtener utilidades), y para que, por el otro, las "recomprara" a nombre de sus hijas.

Importa subrayar que el cliente no especificó la cantidad de acciones que el inculpado debía vender por parte de cada inversionista, tal como lo exige el numeral 6° del artículo 51.6 del Reglamento de AMV⁶⁵. Tan solo definió un monto a modo de ejemplo, esto es, 100,000 acciones de **ZZZ**. Destaca la Sala que la adecuada estructuración del contrato de mandato, debe atender de manera completa las exigencias previstas en el Reglamento de AMV para la adecuada recepción de las órdenes.

Con ese entendimiento, la autorización que el cliente impartiera para la celebración de operaciones por su cuenta debe ajustarse íntegramente al Reglamento, que precisamente se ocupa de señalar la forma como ella debe discurrir y concretarse en una orden⁶⁶. En la presente actuación disciplinaria, sin

⁶² Folio 0217 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁶³ Folio 0218 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁶⁴ La Sala advirtió que la grabación de esta llamada se encuentra ubicada en el CD al que remite el Acta que figura en el folio 000308 de la Carpeta de Pruebas, puntualmente en la siguiente ubicación: "Punto No. 3". Cabe destacar que este archivo de audio fue remitido a AMV por parte del liquidador de Proyectar Valores (III) de forma adjunta a una comunicación enviada al Autorregulador el 17 de agosto de 2012, la reposa en los folios 000306 y 000307 de la Carpeta de Pruebas.

⁶⁵ El artículo 51.6 del mencionado Reglamento establece lo siguiente: "[A]l momento de impartir la orden se deberá obtener como mínimo la siguiente información, la cual deberá estar determinada o ser determinable a través de un medio verificable: **1.** Fecha y hora en que la orden se recibe. **2.** Identificación del cliente, y del ordenante en caso de que aplique. **3.** La identificación de quien recibió la orden. **4.** Tipo de orden (condicionada, límite, a mercado, de condiciones determinables por el mercado (VWAP)). En caso de que no se especifique el tipo de orden se presumirá que la orden es a mercado. **5.** Indicación de si la orden es de compra o venta, repo, simultánea o TTV. **6. Cantidad o monto, según aplique.** **7.** Fecha de cumplimiento de la operación. Si no se dice la fecha de cumplimiento se entenderá que la orden es impartida para cumplimiento t+0 tratándose de valores de renta fija y t+3 tratándose de valores de renta variable. **8.** Identificación idónea del valor sobre la cual se imparte la orden. **9.** Vigencia de la orden. En ausencia de instrucción sobre el lapso en el cual deba cumplirse o imposibilidad de especificar el término de ésta, se aplicará un término máximo de cinco (5) días hábiles, que empezará a correr desde el día en que la misma sea ingresada al LEO correspondiente. **10.** En caso que aplique, si la orden se debe ejecutar durante una oferta pública de adquisición o martillo. **Parágrafo.** Toda orden límite deberá contener el precio o tasa límite. Toda orden condicionada deberá contener el precio o tasa que sea condición para la ejecución de la orden" (énfasis añadido).

⁶⁶ Artículo 51.6 del Reglamento de AMV.

embargo, la ya mencionada falta de completitud de los requisitos propios de la orden pone en entredicho la existencia misma de la autorización para disponer de los recursos del cliente, que es lo que a la postre cuestionó el instructor en la imputación de cargos y reprochó el *a quo*, pues los dineros fueron empleados para un fin no indicado de forma previa, expresa y completa por el cliente.

La manifestación que, a manera de autorización, imparta el cliente para la movilización de sus recursos a través del negocio de mandato varias veces referido, debe pues reunir, íntegramente, las exigencias que el Reglamento señala para la correcta impartición de las órdenes a través de las cuales aquella se exterioriza. Esa autorización sencillamente no se expresará de manera adecuada cuando no se colman completamente esos requisitos⁶⁷.

Esta Sala encuentra que la orden impartida por el señor **AAA**, aún con las falencias que adolece, no se ejecutó conforme con la voluntad del señor **AAA**. En efecto, advierte la Sala que en lugar de vender las acciones de **ZZZ**, obtener utilidades y recomprarlas a nombre de sus hijas, el investigado, a partir del 27 de octubre de 2010, realizó múltiples operaciones repo, de compra y de venta de acciones, sin recomprarlas a nombre de sus hijas, durante un periodo aproximado de ocho (8) meses, lo cual condujo a las pérdidas ya referidas.

En conclusión, la Sala estima que la instrucción que impartió **AAA** el 25 de octubre de 2010, no solo faltó al requisito de completitud previsto en el Reglamento de AMV para la adecuada impartición de las órdenes, sino que además no fue atendida en la forma como lo solicitó el cliente⁶⁸.

6.2.3. El apelante excedió el mandato conferido al no cumplir la orden incorporada en la conversación telefónica que sostuvo con AAA el 3 de mayo de 2011

Tal como ya se indicó, el señor **AAA** impartió nuevamente una orden al investigado, vía telefónica, el **3 de mayo de 2011**⁶⁹, esta vez con el propósito de que vendiera 1 millón de acciones de **ZZZ** de **BBB** y que las comprara a favor de sus hijas. No obstante, la Sala corroboró que dentro del expediente no existe ningún elemento de juicio para acreditar que el investigado, en efecto, hubiera atendido la voluntad del cliente.

Cabe recordar que la Sala de Decisión señaló que el investigado no atendió la voluntad del señor **AAA** (incorporada en la conversación del 3 de mayo de 2011) porque las acciones de **ZZZ** de la señora **BBB**, sobre las cuales versaba su instrucción, estaban comprometidas en una de las operaciones repo pasivas que el apelante celebró sin orden, con el propósito de apalancar la compra, también sin orden, de 70.000 acciones de **YYY**. Frente a este asunto se pronunció el apelante, señalando lo siguiente:

⁶⁷ Sobre la completitud de las órdenes, véase: Tribunal Disciplinario de AMV; Sala de Revisión; Resolución No. 26 del 27 de diciembre de 2013; Investigación Disciplinaria No. 01-2013-285.

⁶⁸ Importa destacar que tras evaluar el acervo probatorio, la Sala corroboró que la relación contractual que existía entre Proyectar Valores y los clientes del apelante estaba sustentada, en efecto, en un **contrato de mandato para administración de valores**, y no en un contrato de servicios para la administración de portafolios de terceros. Nótese que entre los folios 000292 y 000295 de la Carpeta de Pruebas, se encuentran numerables documentos de **AAA**, entre los cuales se destaca el **contrato de mandato para administración de valores** suscrito con Proyectar Valores el 15 de julio de 2010. En relación con **BBB**, entre los folios 000296 y 000299 de la Carpeta de Pruebas, se encuentran los mismos documentos, entre los cuales también se destaca el **contrato de mandato para administración de valores** suscrito con la firma comisionista en la misma fecha.

⁶⁹ Esta orden se halla incorporada en la llamada telefónica identificada con el nombre "IN-20110503-120011-3121989-636-1304442008.3024.gsm", la cual se encuentra en el CD al que remite el folio 000371 de la Carpeta de Pruebas.

*“(...) en la conversación del 3 de mayo de 2011, vuelven a referirse al millón de acciones de **ZZZ**, para fueran (sic) vendidas a favor de los hijos (sic) del ordenante y con independencia de si las mismas estaban comprometidos (sic) o no, **SÍ EXISTÍAN** (sic) y por el juego del mercado, las mismas se encontraban comprometidas, como en muchas ocasiones anteriores, en las cuales el cliente logró grandes utilidades”⁷⁰ (énfasis añadido).*

La Sala no comparte este argumento de la defensa, pues a pesar de que las acciones “existían” y aunque se estaba a la espera del cumplimiento de la operación repo pasiva de regreso, lo cierto es que, al momento de impartir la orden, las acciones estaban enajenadas por cuenta de operaciones celebradas también sin orden, esto es, excediendo el mandato conferido por los clientes. Además, la Sala no encontró en el expediente prueba alguna que acreditara que el investigado, al contar nuevamente con las acciones de **ZZZ** de la señora **BBB**, las hubiera vendido en la forma ordenada, ni mucho menos que las hubiera comprado a nombre de las hijas del cliente, tal como él lo instruyó. Resulta evidente, entonces, que se excedió el mandato en la forma imputada por el instructor.

Para esta Sala, pues, no es admisible el argumento del apelante de acuerdo con el cual las acciones de la señora **BBB** “sí existían” el día en que se impartió la instrucción, pues su “existencia” no es, en realidad, el objeto de reproche en esta actuación. En efecto, las acciones no estaban a su disposición cuando recibió la instrucción que nos ocupa, ya que habían sido objeto, sin orden que lo justificara, de una operación repo pasiva para apalancar, también sin orden, la compra de 70.000 acciones de **YYY**. No interesa en esta actuación si las acciones existían o no cuando se impartió la instrucción. Lo determinante es que el investigado no pudo disponer de ellas por haberlas comprometido sin autorización del cliente, lo cual conllevó a que la instrucción no fuera ejecutada en la forma que lo ordenó el señor **AAA**.

6.2.4. La cantidad de “calces” constituidos corresponde a la misma cantidad de “operaciones” celebradas

En su apelación, el investigado sostuvo que el Tribunal incurrió en una contradicción, *“(...) afirmando que sí existieron autorizaciones verificables (cuando anteriormente dijo que no)”⁷¹, y que en una “(...) abierta ignorancia a lo que es la dinámica de las operaciones en bolsa (...)”⁷², se equivocó al asegurar que el investigado celebró 585 operaciones, pues en su criterio, él celebró 10 operaciones a favor del cliente **AAA** y 12 a favor del cliente **BBB**, a través de 585 “calces”.*

Sobre este particular, importa señalar, en primer lugar, que la Sala no halló evidencia de la contradicción a la que alude el apelante. La Sala de Decisión fue enfática en señalar, por un lado, que el investigado celebró las operaciones reprochadas sin contar con las órdenes correspondientes y, por el otro, que al revisar las conversaciones telefónicas del 25 de octubre de 2010 y del 15 de marzo de 2011, *“(...) no se deducen las autorizaciones previas y expresas para la realización de las operaciones cuestionadas”⁷³*. Luego no resulta de recibo la alegación del apelante, pues no existe contradicción alguna en los términos que él lo indicó.

⁷⁰ Folio 000219 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁷¹ Folio 000219 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁷² Folio 000219 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁷³ Folio 000199 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

Se precisa, en relación con la distinción que el apelante hace entre los conceptos de "calce" y de "operación", que de acuerdo con lo dispuesto por el numeral 6° del artículo 3.1.1.6 del Reglamento General de la BVC, por "calce", se entiende "(...) el proceso en virtud del cual se vinculan entre sí las Órdenes compatibles en el Sistema y se genera una Operación, de acuerdo con las metodologías predefinidas que hacen compatibles las Órdenes y que resultan aplicables" (énfasis añadido).

Por su parte, el numeral 18 del mismo artículo define el concepto de "Operación", indicando que se trata de una "(...) Orden de compra y de venta compatibles adjudicadas o calzadas por el Sistema o por el Presidente de Rueda, según corresponda, a un precio o tasa determinada, la cual genera obligaciones de cumplimiento para las partes que intervienen en ella" (énfasis añadido). De conformidad con la definición de ambos conceptos, para la Sala resulta claro que al momento de exponer una "Orden" en el Sistema, cada "calce" que se genere constituye, por sí mismo, una operación bursátil. Luego no resulta de recibo la alegación del apelante, de acuerdo con la cual habría celebrado únicamente 10 operaciones a favor del cliente **AAA** y 12 a favor del cliente **BBB**, a través de 585 "calces". Lo cual no afecta la materialidad de la falta investigada.

Al verificar los negocios adelantados por el investigado que fueron objeto de reproche por parte del instructor, la Sala corroboró que, en los términos de las normas transcritas, el Sistema "vinculó", entre octubre de 2010 y mayo de 2011, 585 "órdenes compatibles" que fueron ingresadas por el señor Navarro por cuenta de los clientes **AAA** y **BBB** (a pesar de no contar con sus órdenes respectivas), lo cual "generó" 585 "Operaciones". En consecuencia, esta Sala desestima la alegación del apelante.

6.2.5. Planteamientos de fondo frente a la conducta mediante la cual el investigado habría inducido a error a dos (2) de sus clientes

Para esta Sala, quien intermedia profesionalmente con recursos de terceros debe obrar con apego a la verdad, e informar al cliente de manera completa, oportuna y fidedigna cuanto ocurra con su portafolio, dándole a conocer su composición, las condiciones y características de las operaciones celebradas por su cuenta y los resultados obtenidos, para que su titular, suficientemente ilustrado al respecto, tome las decisiones que mejor se adecúen con sus intereses. En este sentido, la información entregada debe ser objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara.

Por el contrario, el suministro de información incompleta o carente de claridad, puede derivar en una posible inducción a error del cliente en los términos prescritos por el numeral 4° del artículo 7° del Decreto 1172 de 1980 (norma que se imputó violada).

Hechas estas precisiones, pasa la Sala a estudiar los hechos y los elementos de juicio relacionados en este caso, en relación con el cargo por inducción a error a dos (2) de los clientes del encartado.

Como ya se reseñó, AMV indicó que el **22 de febrero de 2011**, el investigado le envió a **AAA** dos (2) correos electrónicos a través de los cuales adjuntó información del aplicativo de Proyectar Valores denominado "OyD", relacionada con los movimientos de su portafolio y el de su esposa⁷⁴.

⁷⁴ La Sala verificó que estos correos electrónicos se encuentran en dos discos duros que fueron allegados a AMV por parte de Proyectar Valores y que fueron adjuntados a la comunicación 3006 del 13 de octubre de 2011 de Proyectar al Autorregulador (la cual se encuentra en los folios 195 a 197 de la Carpeta de Pruebas). Estos discos duros figuran también como pruebas de esta actuación, tal como se desprende de las actas ubicadas en los folios 320 y 321 de la Carpeta de Pruebas.

Al revisar dichos correos, la Sala corroboró lo siguiente:

- (i) El primero fue enviado a **AAA**, el martes **22/02/2011** a las **09:57 AM**, e incorporó como archivos adjuntos tres documentos en formato "pdf", los cuales reflejan el comportamiento del portafolio de **BBB**, **EEE** (hijo del cliente **AAA**) y de **DDD** (hija del cliente **AAA**).

Al verificar el documento que relaciona el comportamiento del portafolio de la cliente **BBB**, la Sala corroboró que del mismo es posible inferir que con corte al **29 de noviembre de 2010**, registraba una **pérdida avaluada por \$575.775.518 pesos**⁷⁵, por cuenta de la rotación de las acciones de **ZZZ** de la cliente.

- (ii) Por su parte, el segundo correo también fue enviado a **AAA** el martes **22/02/2011**, esta vez a las **09:58 AM** (un minuto después de remitido el anterior), e incorporó como archivos adjuntos tres documentos en formato "pdf", los cuales reflejan el comportamiento del portafolio de **AAA**, **CCC** (hija del cliente **AAA**) y de **FFF** (también hijo del cliente **AAA**).

Al verificar el documento que relaciona el comportamiento del portafolio del cliente **AAA**, la Sala corroboró que del mismo es posible inferir que, con corte al **29 de noviembre de 2010**, registraba una **pérdida de \$1.037.614.231,57 pesos**⁷⁶, por cuenta de la rotación de las acciones de **ZZZ** del cliente.

Ahora bien, al revisar la declaración del señor **AAA** ante AMV el 19 de diciembre de 2012 en la ciudad de Medellín⁷⁷, la Sala pudo verificar que el cliente, al recibir estos correos, se los compartió a su contadora para que ella analizara su contenido. Al encontrar las pérdidas reflejadas, el señor **AAA** se comunicó con el investigado el **8 de marzo de 2011**, en dos (2) ocasiones⁷⁸. La Sala analizó al detalle el contenido de estas llamadas telefónicas, y concluyó que:

- (i) Resulta evidente que el investigado indujo a su cliente a un error en torno a las pérdidas que reflejaban los documentos que le envió el 22 de febrero de 2011. Nótese que cuando el cliente indagó sobre las pérdidas, el investigado respondió con expresiones como "muy raro eso"; "si, pero las acciones están el millón de acciones"; "y los saldos están correctos" "compraba acciones y vendía entonces las acciones el número de acciones están iguales".

Incluso intentó desviar la conversación aludiendo a operaciones de arbitraje, las cuales no tienen ninguna relación con el tipo de

⁷⁵ Esta pérdida obedece a que para este corte, la Sala verificó que se vendieron en total 2.647.555 acciones de **ZZZ** por \$11.340.287.103,24 pesos, mientras que se compró la misma cantidad de acciones, pero por un valor de \$10.764.511.585,20 pesos. La diferencia arroja, en efecto, una pérdida por \$575.775.518,04 pesos.

⁷⁶ Esta pérdida obedece a que para este corte, la Sala verificó que se compraron en total 1.830.334 acciones de **ZZZ** del cliente **AAA**, por \$8.591.306.983,95 pesos, mientras que se vendió la misma cantidad de acciones, pero por un valor de \$7.553.692.770,38. La diferencia arroja, en efecto, una pérdida por \$1.037.614.213,57 pesos. Esta verificación concuerda con lo dispuesto por AMV en el Folio 000024 de la Carpeta de Actuaciones Finales (en la Solicitud Formal de Explicaciones).

⁷⁷ Esta declaración se encuentra en el CD al que remite el Acta que figura en el folio 000383 de la Carpeta de Pruebas.

⁷⁸ La Sala verificó que la primera conversación telefónica se identifica con el nombre "IN-20110308-092832-3121955-636.gsm" y se encuentra ubicada dentro del CD al que remite el acta que se encuentra en el folio 354 de la Carpeta de Pruebas. Por su parte, la segunda conversación telefónica se identifica con el nombre "IN-20110308-103308-3121955-636.gsm" y se encuentra ubicada dentro del CD al que remite el acta que se encuentra en el folio 354 de la Carpeta de Pruebas.

movimientos que ejecutó el investigado. Al respecto dijo lo siguiente: "si porque eso se hace con **arbitraje** afuera"; "Si supuestamente, pero eso con **ZZZ** pero **eso es con el arbitraje pero el saldo en cartera está correcto**", y luego indicó: "si por el arbitraje pues porque eso se hace con marcando pero lo importante es el saldo como queda si me entendés? o sea el saldo al final del año concuerda con el movimiento".

- (ii) Cuando el cliente le manifestó al investigado "pero aquí aparece y que una pérdida en **ZZZ**, aparece una pérdida de mil y pico de millones de pesos", el señor Navarro Gutiérrez, en lugar de obrar con lealtad frente a su cliente (esto es, con claridad, y abordando el cuestionamiento de forma directa y sin eludirlo), le manifestó "si porque esa **queda marcada afuera**, claro". No es inteligible para la Sala a qué se refirió el investigado con que las operaciones quedaban "*marcadas afuera*". Esta respuesta es evasiva, confusa y carece de claridad.

En consecuencia, para la Sala es evidente que el investigado indujo a error al señor **AAA**, por los siguientes motivos:

- (i) No fue lo suficientemente claro y exacto con él en torno a las explicaciones que le solicitó por las notables pérdidas que fue posible advertir mediante los informes del movimiento de los portafolios del señor **AAA** y de la señora **BBB**, enviados por el apelante a estos últimos el 22 de febrero de 2011.
- (ii) El investigado manifestó a su cliente que, en aquél momento, el millón de acciones de **ZZZ** todavía estaban en su portafolio, lo cual es contrario a la realidad.
- (iii) Desvió la conversación indicando que las operaciones cuestionadas eran de "*arbitraje*".
- (iv) Justificó las pérdidas reflejadas en los informes del aplicativo OyD, indicando que las operaciones "*quedaban marcadas afuera*".

La inducción a error por parte del investigado terminó de consumarse el **8 de marzo de 2011**, cuando le envió a su cliente un correo electrónico al cual adjuntó unos archivos en Excel que evidenciarían el supuesto comportamiento "favorable" de su portafolio y del de su esposa⁷⁹.

La Sala revisó al detalle los archivos adjuntos a este correo, y encontró que para el caso de **AAA** y de **BBB**, el investigado suprimió el registro y la evidencia de la celebración de una serie de operaciones, lo cual produjo como efecto, que los documentos reflejaran que no hubo pérdidas en las magnitudes reflejadas en los extractos OyD de Proyectar Valores.

En efecto, la Sala verificó que para el caso del señor **AAA**, el investigado omitió incluir, dentro de los archivos en Excel que remitió a su cliente el **08 de marzo de 2011**, las siguientes operaciones:

⁷⁹ La Sala verificó que este correo electrónico se encuentra el disco duro que fue allegado a AMV por parte de Proyectar Valores y que fue adjutado a la comunicación 3006 del 13 de octubre de 2011 de Proyectar al Autorregulador (la cual se encuentra en los folios 195 a 197 de la Carpeta de Pruebas). Este disco duro figura también como prueba de esta actuación, tal como se desprende de las actas que obran en los folios 320 y 321 de la Carpeta de Pruebas.

CUADRO No. 1					
Fecha	Operación	Especie	Cantidad	Compras	Ventas
08/11/10	100000ZZZ	ZZZ	144.402	675.862.442,04	0,00
08/11/10	100003ZZZ	ZZZ	55.000	255.220.713,00	0,00
08/11/10	100003ZZZ	ZZZ	55.000	255.220.713,00	0,00
08/11/10	100003ZZZ	ZZZ	55.000	255.220.713,00	0,00
29/11/10	100001ZZZ	ZZZ	8.200		31.164.806,84

El hecho de que estas operaciones se hubieran suprimido del archivo de Excel, conllevó a que el mismo reflejara "**utilidades**" por **\$372.745.560,63 pesos**, en lugar de las **pérdidas** reales reflejadas en los extractos de cuenta OyD, por **\$1.037.614.213,57**.

Por su parte, la Sala verificó que para el caso de la señora **BBB**, el investigado omitió incluir, dentro de los archivos en Excel que remitió a su cliente el **08 de marzo de 2011**, las siguientes operaciones:

CUADRO No. 2					
Fecha	Operación	Especie	Cantidad	Compras	Ventas
29/10/10	100001ZZZ	ZZZ	50.000	218.252.880,00	0,00
18/11/10	100003ZZZ	ZZZ	100.000	425.493.000,00	0,00
29/11/10	100000ZZZ	ZZZ	27.334		105.113.826,36

El hecho de que estas operaciones se hubieran suprimido del archivo de Excel, conllevó a que el mismo reflejara una supuesta pérdida por valor de **\$37.143.464,40**, que no concuerda con la magnitud de la pérdida de **\$575.775.518** que efectivamente sufrió su portafolio, de acuerdo con los extractos OyD.

En conclusión, la Sala considera que en el expediente existen suficientes elementos de juicio para concluir que, en efecto, el apelante indujo a error a sus clientes, al poner en duda las pérdidas generadas con las operaciones realizadas en exceso del mandato que le confirieron, y al enviarles balances de sus portafolios modificados para reflejar resultados contables distintos a los reales.

De otro lado, el investigado sostuvo que no indujo a error a los clientes, pues "(...) los extractos de todas las operaciones realizadas por el señor Navarro, llegaban personalmente (...)"⁸⁰ a su casa. La Sala destaca que en actuaciones disciplinarias diferentes a la que nos ocupa, el Tribunal Disciplinario ya se ha pronunciado frente a este particular, desestimándolo como se manifiesta a continuación: "(...) la recepción eventual de las "papeletas de bolsa" no supone un conocimiento del cliente sobre el sentido y alcance de las operaciones realizadas por fuera del contrato de comisión, ni una aceptación implícita a sus resultados, al punto de llegar a inhibir la responsabilidad disciplinaria del investigado"⁸¹.

⁸⁰ Folio 0221 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁸¹ Tribunal Disciplinario de AMV; Sala de Decisión No. "5"; Resolución No. 5 del 9 de agosto de 2012; Investigación Disciplinaria No. 01-2010-146 Páginas 10 a 12.

A sus argumentos de apelación agregó que la conducta que se le reprochó no se adecúa al tipo sancionable, puesto que en su criterio, el artículo 7° del decreto 1172 de 1980, establece que "(...) lo sancionable es que se realicen negocios que induzcan a error a los contratantes y aquí en este punto se le imputa al señor NAVARRO que supuestamente en la conversación transcrita y en un correo enviado, no contó que el portafolio había generado "significativas pérdidas"⁸².

Frente a este particular, conviene resaltar que la norma inobservada señala lo siguiente: "[S]on obligaciones de los comisionistas de bolsa, además de las que establezcan sus propios reglamentos, las siguientes: [...] 4ª) Realizar sus negocios de manera tal que no induzca a error a las partes contratantes [...]". Teniendo en cuenta esta disposición normativa, la Sala destaca lo siguiente:

- (i) El investigado fue declarado, en primera instancia, disciplinariamente responsable por la inducción a error a dos de sus clientes, los cuales, al tenor de la norma transcrita, eran "partes contratantes", por un lado, frente a Proyectar Valores, y por el otro, frente a sus contrapartes, en el marco de los contratos de compra, venta y de reporto de valores, celebrados por parte del investigado, en calidad de comisionista.
- (ii) Dentro de los "negocios" de los que trata la norma transcrita, se desprende un número importante de obligaciones, todas inmersas y especificadas en el contrato de mandato, suscrito entre Proyectar Valores y los clientes **AAA** y **BBB**. El numeral 4° de la cláusula tercera de dichos contratos, señala como obligación de la comisionista, la de "[I]nformar oportunamente a EL MANDANTE sobre las actividades de Administración desarrolladas en virtud del presente contrato". La Sala destaca que mediante la ejecución de esta obligación, la cual hace parte de los "negocios" de los que trata la norma transcrita, el investigado indujo a error a sus clientes.

Se advierte, pues, que la conducta desplegada por el investigado se adecúa en debida forma al tipo sancionable, pues el apelante, mientras "realizaba" los "negocios" propios del contrato de mandato, indujo a error a sus clientes, ocultando las pérdidas en sus portafolios y suministrándoles información contable contraria a la realidad, en relación con aquellos.

En consecuencia, la Sala no estima de recibo los argumentos del apelante y, como se señalará en la parte resolutive de esta Resolución, lo encuentra disciplinariamente responsable por haber inducido a error a dos de sus clientes.

6.2.6. Planteamientos de fondo frente a la conducta mediante la cual el investigado incumplió las normas relacionadas con conflictos de intereses

En relación con esta conducta, El Tribunal disciplinario ha expresado que "(...) los sujetos de autorregulación; es decir, los miembros, los asociados autorregulados voluntariamente y sus personas naturales vinculadas, conforme expresa el artículo 1° del Reglamento de AMV, deben evitar en la medida de sus posibilidades ponerse en situaciones en las cuales sus decisiones puedan romper la objetividad, la imparcialidad y el equilibrio que debe gobernar las relaciones de negocios en las cuales participan, ya sea porque podrían actuar en beneficio de sus propios intereses, o en beneficio de terceros"⁸³.

⁸² Folio 0222 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁸³ Tribunal Disciplinario de AMV; Sala de Revisión; Resolución No. 17 del 30 de septiembre de 2014; Investigación Disciplinaria No. 01-2013-300; Página 7.

Resulta evidente que a la hora de adelantar todas las operaciones reprochadas, el investigado se encontró en una situación que debió haber administrado de una forma diferente, pues las decisiones que tomó rompieron, en criterio de esta Sala, la objetividad, la imparcialidad y el equilibrio que deben gobernar la relación que el encartado tenía con sus clientes.

En efecto, está plenamente demostrado que el investigado excedió el mandato que le fue conferido por sus clientes, mediante la celebración irregular y sin orden de 585 operaciones. Toda esta actividad de rotación y de movimiento del portafolio de los investigados, generó cuantiosas comisiones tanto para Proyectar Valores⁸⁴, como para él como persona natural vinculada⁸⁵, al tiempo que derivó en importantes pérdidas pecuniarias para los clientes **AAA** y **BBB**⁸⁶.

Por lo tanto, para la Sala resulta claro que el investigado antepuso sus propios intereses frente a los de sus clientes, al realizar 585 operaciones durante un lapso de casi ocho meses, de manera inconsulta, recibiendo comisiones, y sin tener en cuenta la magnitud de las pérdidas en las cuales hizo incurrir a los clientes **AAA** y **BBB**.

Ahora bien, el apelante señaló que no es cierto que su único interés al celebrar las operaciones reprochadas fuera incrementar sus comisiones, pues, dijo, él desempeñaba sus funciones inclusive por una retribución inferior a la que normalmente se pagaba en el mercado⁸⁷. Sin embargo, la Sala observa que aun cuando pudiera corroborarse que la retribución que recibió fue menor a la del

⁸⁴ Al analizar los anexos a la SFE, (folios 00042 y 00066 de la Carpeta de Actuaciones finales), la Sala corroboró que por todas las operaciones reprochadas en esta actuación disciplinaria, Proyectar Valores recibió un total de **\$108.540.483** pesos en comisiones. Además, estas comisiones también figuran reflejadas en los extractos de cuenta del aplicativo OyD de Proyectar Valores, para el caso de ambos clientes (el extracto de **BBB** se encuentra entre los folios 000021 y 000060 de la Carpeta de Pruebas. Por su parte, el extracto de cuenta de **AAA** se encuentra entre los folios 000065 y 000099 de la Carpeta de Pruebas).

⁸⁵ La Sala verificó que el esquema de remuneración por comisiones del señor Juan Carlos Navarro fue remitido a AMV mediante comunicación del 17 de agosto de 2012, la cual se encuentra entre los folios 000306 y 000307 de la Carpeta de Pruebas. A dicha comunicación se adjuntó un CD, al cual remite el Acta que figura en el folio 000308 de la Carpeta de Pruebas. La ubicación del esquema de remuneración por comisiones se encuentra exactamente en la siguiente ubicación dentro del referenciado medio magnético: "Punto No 8 – Esquema de Comisiones". De dicho esquema, es posible deducir que durante octubre de 2010 y mayo de 2011 (período investigado), las comisiones recibidas por el encartado aumentaron en un porcentaje considerable, esto es, en aproximadamente **176.5%**, frente a la remuneración que venía recibiendo ordinariamente.

La Sala también advirtió la existencia de un CD que se adjuntó a la comunicación que Proyectar Valores envió a AMV el 15 de septiembre de 2011 (ubicada en los folios 000349 a 000352 de la Carpeta de Pruebas), relacionada con un requerimiento de información. El CD adjunto a dicha comunicación es aquél al que remite el acta que se encuentra ubicada en el folio 000353 de la Carpeta de Pruebas). Este CD contiene un archivo de Excel denominado "REQ AÑO 2010.xls", el cual contiene información que demuestra que el 27 de septiembre de 2010, Proyectar Valores pagó comisiones al señor Navarro Gutiérrez por **\$10.914.016** y el 21 de diciembre del mismo año, le pagó comisiones por la suma de **\$30.178.932**. Durante el período comprendido entre ambas fechas, las comisiones aumentaron, en efecto en un **176.5%**.

⁸⁶ La Sala pudo verificar que Entre los folios 000018 y 000020 de la Carpeta de Pruebas, se encuentra un informe de Proyectar Valores que da cuenta del comportamiento del portafolio de **BBB** durante los años 2010 y 2011. En dicho informe es posible advertir que para el primer día del 2010, su portafolio estaba compuesto, entre otras especies, por 1.000.000 de acciones de **ZZZ**. No obstante, para el último día del 2011, se puede verificar que dentro de su portafolio ya no había ninguna acción de esta especie. Por su parte, entre los folios 000062 y 000064 de la Carpeta de Pruebas, se encuentra un informe de Proyectar Valores que da cuenta del comportamiento del portafolio de **AAA** durante los años 2010 y 2011. En dicho informe es posible advertir que para el primer día del 2010, su portafolio estaba compuesto, entre otras especies, por 1.000.000 de acciones de **ZZZ**. No obstante, el saldo final en el 2011 arrojó un total de 683.563 acciones de **ZZZ**, esto es, 316.437 acciones menos de las que había inicialmente.

Esta información encuentra respaldo en los folios 000099 y 000190 de la Carpeta de Pruebas, en donde se encuentran los certificados de saldos por especies de DECEVAL, de **AAA** y **BBB**, respectivamente. En dichos certificados es posible advertir que con corte al 29 de julio de 2011, **BBB** no tenía acciones de **ZZZ**, mientras que **AAA** tenía únicamente 683.563 acciones.

Finalmente, la Sala verificó que el monto de las pérdidas en que el investigado hizo incurrir a los clientes, encuentra soporte en los extractos de cuenta de aquellos, los cuales figuran en entre los folios 000021 a 000060 y 000065 a 000099 de la Carpeta de Pruebas.

⁸⁷ Folio 0222 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

mercado, ello no excluye el hecho de que recibió comisiones como producto de un exceso de mandato, esto es, antepuso sus intereses sobre los de sus clientes, puesto que durante aproximadamente ocho meses rotó sus portafolios de forma inconsulta, aumentando sus ingresos económicos, por la percepción de comisiones.

También alegó que el patrimonio del encartado no se incrementó a costa de su cliente⁸⁸. En cambio, sostuvo que el portafolio de la familia del señor **AAA** inició en \$26.943.098.000 y que al finalizar la relación contractual, se les entregó el equivalente a \$41.389.000.000⁸⁹. Frente a este particular, importa precisar que la presente actuación se circunscribe a una serie de conductas desplegadas por el investigado durante un periodo específico. No es este el escenario para hacer un análisis integral y panorámico de toda la relación contractual que existió entre el intermediario y sus clientes. Se insiste en que está plenamente acreditado que el inculpado excedió el mandato durante cerca de ocho meses, beneficiándose económicamente a costa de sus clientes, quienes se vieron perjudicados por la rotación inconsulta de sus portafolios⁹⁰. El hecho de que el balance global de la relación contractual entre las partes sea positivo o negativo, en nada incide en la existencia ya probada de responsabilidad disciplinaria por haber incumplido las normas relacionadas con conflictos de interés.

6.2.7. Consideraciones frente al cargo por el desconocimiento de los deberes generales de lealtad, honestidad profesionalismo y de actuar de buena fe, exigibles a los sujetos de autorregulación

De conformidad con el artículo 36.1 del Reglamento de AMV los sujetos de autorregulación, como el investigado, tienen ciertos deberes cuya observancia es imprescindible en el marco de un contrato de mandato para la administración de valores. Dentro de dichos deberes, se encuentran el de actuar como expertos, profesionales del mercado, prudentes y diligentes, con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, en el cumplimiento de las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan.

Después del análisis de fondo del material probatorio que obra en el expediente, resulta palmario que el inculpado, al desbordar las reglas del mandato respecto de dos de sus clientes, suministrarles información inexacta para inducirlos en error y al desconocer el régimen de conflictos de intereses, ha transgredido, igualmente, los deberes de lealtad, probidad, honestidad y profesionalismo, propios de un buen hombre de negocios y exigibles a los sujetos de autorregulación.

Así las cosas, concluye la Sala que el investigado transgredió los artículos 1266 del Código de Comercio; 36.1, 36.6, 38.3 y 51.8 del Reglamento de AMV; 7 [4] del

⁸⁸ Folio 0222 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁸⁹ Folio 0223 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

⁹⁰ Véase los folios 000018 y 000020 de la Carpeta de Pruebas, en donde se advierte que para el primer día del 2010, el portafolio de **BBB** estaba compuesto, entre otras especies, por 1.000.000 de acciones de **ZZZ**. No obstante, para el último día del 2011, se puede verificar que dentro de su portafolio ya no había ninguna acción de esta especie. De otro lado, véase los folios 000062 y 000064 de la Carpeta de Pruebas, en donde se advierte que el primer día del 2010, el portafolio de **AAA** estaba compuesto, entre otras especies, por 1.000.000 de acciones de **ZZZ**. No obstante, el saldo final en el 2011 arrojó un total de 683.563 acciones de **ZZZ**, esto es, 316.437 acciones menos de las que había inicialmente. Esta información encuentra respaldo en los folios 000099 y 000190 de la Carpeta de Pruebas, en donde se encuentran los certificados de saldos por especies de DECEVAL, de **AAA** y **BBB**, respectivamente. En dichos certificados es posible advertir que con corte al 29 de julio de 2011, **BBB** no tenía acciones de **ZZZ**, mientras que **AAA** tenía únicamente 683.563 acciones. Finalmente, la Sala verificó que el monto de las pérdidas en que el investigado hizo incurrir a los clientes, encuentra soporte en los extractos de cuenta de aquellos, los cuales figuran en entre los folios 000021 a 000060 y 000065 a 000099 de la Carpeta de Pruebas.

Decreto 1172 de 1980; 7.3.1.1.1, 7.6.1.1.2 y 7.6.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010; y 5.2.2.12 del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia.

Por último, la Sala no considera de recibo el argumento del apelante de acuerdo con el cual nunca desconoció los deberes generales de conducta debido a que "(...) lo único que generó la gestión del disciplinado fue un incremento patrimonial del señor **AAA**, equivalente a los DIECISIETE MIL MILLONES DE PESOS (\$17.000.000.000)"⁹¹. Como ya se expuso, las conductas imputadas en esta actuación se encuentran plenamente probadas, y el hecho de que el balance general de la relación contractual entre las partes sea positivo o negativo (lo cual no está probado, ni es material de discusión), no tiene ningún impacto en la responsabilidad disciplinaria del señor **Navarro Gutiérrez**.

7. CONCLUSIONES FINALES

La Sala encontró suficientemente demostrado que el inculpado excedió el mandato conferido por dos de sus clientes; les suministró información inexacta para inducirlos en error; desconoció el régimen de conflictos de interés y, por último, transgredió el deber de actuar con lealtad, honestidad, profesionalismo y buena fe, exigibles a los sujetos de autorregulación.

Infracciones como las cometidas afectan de manera importante la **confianza** del público en el mercado de valores, pues los clientes suponen y esperan que el mandato conferido se ejecutará según sus instrucciones y no de manera inconsulta, discrecional y desleal por parte de la sociedad comisionista o de la persona natural vinculada a ella, destinando sus recursos para fines no autorizados por sus titulares, como ocurrió en este caso.

Las conductas probadas denotan que el apelante no se perfila de ninguna manera como un sujeto que deba seguir operando en el mercado de valores de Colombia.

Advierte también la Sala que el disciplinado ocasionó perjuicios pecuniarios a sus clientes, atendiendo a la desvalorización sustancial de su portafolio, habida cuenta de su rotación inconsulta, de la falta de acciones de **ZZZ** en relación con las que aquellos tenían antes de que se excediera el mandato, y de las pérdidas propias a todos los movimientos efectuados sin autorización.

En consecuencia, la relevancia de la conducta reprochada debe generar una respuesta disciplinaria correctiva, disuasoria y proporcional a los nocivos hechos que le sirvieron de causa. Situaciones como las evidenciadas no pueden hacer carrera en el mercado de valores, pues afectan su habitual discurrir negocial en la forma como aquí se ha indicado y hacen mella en el postulado de la confianza sobre el que se cimienta el contrato de comisión.

Por estas razones, la Sala comparte el ejercicio de dosificación que se decantó por una sanción de expulsión en la Resolución apelada. Lo propio ocurre frente a la sanción pecuniaria. Esta Sala, no solo está de acuerdo con la conclusión de que la conducta evidenciada generó perjuicios para los clientes, sino que además respalda las bases discrecionales de su cálculo.

Con relación a este último elemento en particular (el del quantum de la multa impuesta) esta Sala no encuentra que existan razones objetivas para concluir que el resultado de la discrecionalidad técnica de la Sala de Decisión haya sido desproporcionado, desequilibrado o irracional.

⁹¹ Folios 000223 y 000224 de la Carpeta de Actuaciones Finales.

En este punto es útil comentar que, en relación con la dosificación de las sanciones, la doctrina ha establecido que *“la determinación de la pena es una actividad propia y autónoma del juez que conoce la causa, por medio de la cual efectúa en la sentencia la asociación entre los hechos plenamente demostrados y calificados en el proceso (...) con las normas (...) aplicables al hecho punible”*⁹².

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 Hernando Parra Nieto, previa deliberación que consta en Acta No 169 del 17 de marzo de 2015, por unanimidad,

RESUELVE

ARTÍCULO PRIMERO: CONFIRMAR en todas sus partes la decisión contenida en la Resolución No. 4 del 18 de marzo de 2014 de la Sala de Decisión “10” del Tribunal Disciplinario de AMV, la cual le impuso a **JUAN CARLOS NAVARRO GUTIÉRREZ** la sanción de **EXPULSIÓN** del mercado y de **MULTA** de **CIEN (100) SALARIOS MÍNIMOS LEGALES MENSUALES VIGENTES**.

ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR a **JUAN CARLOS NAVARRO GUTIÉRREZ** que la **EXPULSIÓN** se hará efectiva a partir del día hábil siguiente a aquél en que quede en firme la presente Resolución, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 del Reglamento de AMV.

ARTÍCULO TERCERO: ADVERTIR que el pago de la multa aquí ordenada deberá realizarse dentro de los quince (15) días hábiles siguientes a aquél en que quede en firme la presente Resolución, mediante consignación en la cuenta de ahorros del Banco de Bogotá número AH 5427 033 – 05542 – 7, el cual deberá acreditarse ante la Secretaría del Tribunal Disciplinario, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 82 del Reglamento de AMV. El incumplimiento del pago de la multa en los términos aquí señalados, acarreará los efectos previstos en el último inciso del artículo 85 del Reglamento de AMV.

ARTÍCULO CUARTO: ADVERTIR que contra la presente Resolución no procede recurso alguno.

ARTÍCULO QUINTO: 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

ROBERTO PINILLA SEPÚLVEDA
PRESIDENTE

YESID BENJUMEA BETANCUR
SECRETARIO

⁹² Posada Maya y Hernández Beltrán, citados en el documento “Principio de proporcionalidad y Derechos Fundamentales en la determinación judicial de la pena”- Plan de formación de la Rama Judicial- Escuela Judicial Rodrigo Lara Bonilla- Consejo Superior de la Judicatura, 2010.