

**AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA –AMV–  
TRIBUNAL DISCIPLINARIO  
SALA DE DECISIÓN “5”**

**RESOLUCIÓN No. 20**

**Bogotá D.C., 10 de diciembre de 2015**

NÚMERO DE INVESTIGACIÓN:       **01 – 2014 – 325**  
INVESTIGADO:                       **JUAN CARLOS CÁRDENAS FONNEGRA**  
RESOLUCIÓN:                       **PRIMERA INSTANCIA**

La Sala de Decisión “5” del Tribunal Disciplinario de AMV, en ejercicio de sus atribuciones legales, estatutarias y reglamentarias, plasma la decisión tomada en la sesión del 24 de noviembre de 2015, para clausurar en primera instancia el asunto de la referencia, previo recuento de los siguientes,

**I. ANTECEDENTES**

**1.** El 5 de marzo de 2014 el Director de Asuntos Legales y Disciplinarios del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (en adelante AMV), en ejercicio de las facultades establecidas en el artículo 57 de su Reglamento, solicitó formalmente explicaciones personales<sup>1</sup> al señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra, en su calidad de funcionario vinculado a Asvalores S.A. Comisionista de Bolsa (en adelante Asvalores<sup>2</sup>) para la época de ocurrencia de los hechos objeto de investigación<sup>3</sup>.

**2.** El 8 de abril de 2014 el investigado rindió explicaciones<sup>4</sup>, en tiempo.

**3.** El 3 de diciembre de 2014 el Instructor formuló pliego de cargos<sup>5</sup> contra el señor Cárdenas Fonnegra, por considerarlo disciplinariamente responsable de la infracción de los artículos 7.3.1.1.2<sup>6</sup> del Decreto 2555 de 2010 y 37.2<sup>7</sup>, literal *d*, del Reglamento AMV, en

---

<sup>1</sup> Folios 001 a 031, carpeta de actuaciones finales.

<sup>2</sup> La Superintendencia Financiera de Colombia ordenó, mediante la Resolución 1305 del 31 de julio de 2014, la cancelación voluntaria de la inscripción de Asvalores S.A. Comisionista de Bolsa en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores.

<sup>3</sup> Conforme a lo expuesto en el folio 017 de la carpeta de actuaciones finales el Juan Carlos Cárdenas Fonnegra laboró en Interbolsa en el cargo de Promotor de Negocios desde el 25 de agosto de 2010 hasta el 28 de marzo de 2013.

<sup>4</sup> Folios 037 a 069, carpeta de actuaciones finales.

<sup>5</sup> Folios 088 a 121, *ibídem*.

<sup>6</sup> “**Artículo 7.3.1.1.2. Deberes especiales de los intermediarios.** Los intermediarios de valores deberán cumplir con los siguientes deberes especiales:

**1.** Deber de información. Todo intermediario deberá adoptar políticas y procedimientos para que la información dirigida a sus posibles clientes en operaciones de intermediación sea objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara”.

<sup>7</sup> “**Artículo 37.2. Correcto entendimiento de los negocios.** En la propuesta, discusión y cierre de cualquier negocio, las personas naturales vinculadas a los miembros deberán tomar todas las precauciones en orden a lograr de cualquiera de los participantes del mercado un correcto entendimiento sobre la naturaleza, alcance y condiciones del negocio, en especial, las siguientes: (...)

**d.** La revelación de toda información material o relevante para el cierre del negocio, a menos que la información sea reservada”.

concordancia con el artículo 36.6<sup>8</sup> de este último; 7.3.1.1.3<sup>9</sup> del precitado Decreto 2555 de 2010 y 5.2.2.3<sup>10</sup> del Reglamento de la Bolsa de Valores de Colombia; 51.6<sup>11</sup> y 51.18<sup>12</sup> del Reglamento de AMV; 38.10<sup>13</sup> y 36.1<sup>14</sup> del mismo estatuto (siguiendo el orden de los cargos que serán señalados posteriormente).

4. El 30 de diciembre de 2014, dentro del término previsto para el efecto, el investigado rindió descargos<sup>15</sup>.

5. En cumplimiento de las previsiones reglamentarias que rigen la materia, la Secretaría del Tribunal Disciplinario de AMV asignó el presente asunto a la Sala de Decisión "5".

## II. SÍNTESIS DE LOS CARGOS FORMULADOS

A juicio de AMV, el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra, en su condición de Promotor de Negocios de Asvalores, incurrió, durante el período comprendido entre el 25 de agosto de 2010 y el 28 de marzo de 2012<sup>16</sup>, en las siguientes conductas:

i. Desatendió el deber de información en relación con los clientes **AAAA, BBBB, CCCC y DDDD**.

ii. Incumplió el deber de asesoría frente los 4 clientes mencionados.

<sup>8</sup> "Artículo 36.6. Cultura de cumplimiento y control interno. Las personas naturales vinculadas deben asegurar que las obligaciones impuestas por la normatividad aplicable a ellas y a los miembros sean observadas (...)".

<sup>9</sup> "Artículo 7.3.1.1.3. Deber de asesoría frente a los "clientes inversionistas" (...) Se entiende por asesoría profesional el brindar recomendaciones individualizadas que incluyan una explicación previa acerca de los elementos relevantes del tipo de operación, con el fin de que el cliente tome decisiones informadas, atendiendo al perfil de riesgo particular que el intermediario le haya asignado, de acuerdo con la información suministrada por el "cliente inversionista" sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de operación a realizar.

El deber de asesoría a que se refiere este artículo tendrá que ser cumplido por conducto de un profesional debidamente certificado para este fin, quien deberá estar vinculado laboralmente al intermediario de valores (...)

En desarrollo de este deber será responsabilidad del intermediario establecer un perfil de riesgo del cliente y actuar de conformidad con el mismo. Cuando el intermediario considere que el producto o servicio ofrecido o demandado es inadecuado para el cliente, deberá darle a conocer expresamente su concepto (...)"

<sup>10</sup> "Artículo 5.2.2.3. Las personas vinculadas a las sociedades comisionistas de bolsa asumen los deberes de asesoría que su carácter de intermediarios profesionales les impone para con sus clientes. En tal virtud, las personas vinculadas a las sociedades comisionistas de bolsa: 1. Informarán a sus clientes sobre los elementos que un inversionista razonable tendría en cuenta al momento de tomar la decisión de inversión; 2. Solicitarán instrucciones específicas de los clientes, cuando en la ejecución de una orden se presenten hechos que de ser conocidos por el cliente, implicarían que él modificara radicalmente las instrucciones inicialmente impartidas; y 3. Buscarán siempre obtener la mayor utilidad o beneficio para su cliente".

<sup>11</sup> "Artículo 51.6 Contenido de las órdenes Las órdenes que se reciban deberán estar formuladas de manera completa, clara y suficiente a través de un medio verificable, y contener la información necesaria para su transmisión. Al 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 (...)"

<sup>12</sup> "Artículo 51.18. Órdenes incompletas. Las personas naturales vinculadas no podrán procesar una orden que no cumpla con los parámetros mínimos establecidos en el artículo 51.6 del presente Reglamento".

<sup>13</sup> "Artículo 38.10. Partes relacionadas como clientes. Las personas naturales vinculadas no podrán tener como clientes o contrapartes a sus partes relacionadas, sea que éstos estén actuando a nombre propio o en representación de un tercero. En todo caso, deberán revelar a la entidad cuando tales partes relacionadas sean clientes de la entidad asignados a otro funcionario de la misma, en productos propios de la actividad de intermediación de valores".

<sup>14</sup> "Artículo 36.1 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 desarrollan".

<sup>15</sup> Folios 129 a 176, carpeta de actuaciones finales.

<sup>16</sup> Folio 389 y siguientes, carpeta de pruebas original.

iii. Procesó órdenes incompletas impartidas en nombre de uno de estos clientes.

iv. Desconoció la prohibición de tomar por clientes a partes relacionadas, desconociendo con ello el régimen de conflicto de intereses aplicable a los sujetos de autorregulación.

v. Desconoció los deberes generales de lealtad y profesionalismo que le eran exigibles como sujeto de autorregulación respecto de los 4 clientes precitados.

2.1. AMV fundó sus acusaciones en los siguientes argumentos:

2.1.1. La persona jurídica **AAAA** se vinculó como cliente de Asvalores el 22 de marzo de 2001<sup>17</sup>. Posteriormente, **BBBB** (gerente, socia y representante legal de **AAAA**<sup>18</sup>), **CCCC** y **DDDD** (hijas de ésta última, socias y trabajadoras de dicha compañía) también ingresaron a Asvalores en calidad de clientes.

El asesor comercial originalmente designado por Asvalores para el manejo de las cuentas de los 4 clientes mencionados fue **FFFF**, quien ejecutó dicha labor desde la vinculación de los clientes hasta agosto de 2010<sup>19</sup>.

2.1.2. Durante el manejo de la cuenta de los referidos clientes por parte de **FFFF**, el portafolio de los inversionistas presentó pérdidas cercanas a los \$200 millones<sup>20</sup>. Tal situación financiera habría motivado en aquellos su decisión de terminar la vinculación con Asvalores.

2.1.3. Con el fin de evitar la ruptura del vínculo comercial, la extinta comisionista de bolsa habría enviado varios de sus funcionarios, entre ellos los señores **GGGG**, gerente de la sociedad, y **FFFF** a reunirse con **BBBB**, **CCCC** y **DDDD**. Tras dicho encuentro, en el que los trabajadores de Asvalores habrían presentado a los clientes diversas alternativas de inversión en procura de obtener mejores resultados financieros y de recuperar las pérdidas anteriores, éstas habrían optado por permanecer en la firma.

También como consecuencia del encuentro referido, Asvalores habría designado como nuevo encargado de las cuentas de los clientes **AAAA**, **BBBB**, **CCCC** y **DDDD** al señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra, quien fungió como tal entre el 25 de agosto de 2010 y el 28 de marzo de 2012<sup>21</sup>, lapso objeto de investigación por parte del Instructor. Asimismo, **HHHH**, hermano del investigado, fue designado por los 4 clientes referidos como ordenante autorizado de sus cuentas de inversión<sup>22</sup>.

2.1.4. El 1º de junio de 2012 **BBBB**, en su calidad de gerente de **AAAA**, presentó ante la Superintendencia Financiera de Colombia –SFC– una queja formal motivada en la deficiencia del servicio que, a su juicio, Asvalores brindó tanto a ella, como a los otros miembros de su familia y a **AAAA**.

<sup>17</sup> Según la información contenida en el medio magnético asociado al folio 40-A de la carpeta de pruebas original, **AAAA** se vinculó como cliente de Asvalores el 22 de marzo de 2001.

<sup>18</sup> Según información contenida en el medio magnético vinculado al Folio 029 de la carpeta de pruebas original.

<sup>19</sup> Folios 43 y 52, carpeta de pruebas original.

<sup>20</sup> Dicha suma fue indicada por **BBBB** en la declaración contenida en el medio magnético asociado al folio 153 de la carpeta de pruebas original.

<sup>21</sup> Folio 010, carpeta de actuaciones finales.

<sup>22</sup> Folios 111 a 114, carpeta de pruebas original.

En dicha queja la señora **BBBB** advirtió que **AAAA**, ella y sus hijas invirtieron sus excedentes de liquidez en el portafolio administrado por Asvalores y reiteró que durante la gestión de **FFFF** como su promotor de negocios se presentaron pérdidas que calificó como *"resultado de las manifestaciones naturales de la bolsa<sup>23</sup>"*.

Destacó también que la estrategia aplicada por el investigado para el manejo de sus recursos les deparó pésimos resultados económicos derivados de la *"ausencia de asesoría y consejo oportuno y profesional para proteger la inversión<sup>24</sup>"*. El impacto habría ascendido, dijo, a \$1.000 millones en total.

**2.1.5.** Mediante oficio del 21 de junio de 2012 Asvalores atendió la queja de **AAAA**. En esta comunicación, en la que se refirió únicamente a la cuenta de dicha persona jurídica y de **BBBB<sup>25</sup>**, la sociedad comisionista manifestó haber prestado, a través del señor Cárdenas, una correcta asesoría.

En apoyo de tal argumento, adujo que la designación del ordenante autorizado por los 4 clientes consabidos no fue constreñida y que las operaciones efectuadas en su nombre no solamente estuvieron precedidas de la autorización requerida sino que, además, se ajustaron en naturaleza y volumen a los perfiles de riesgos de cada inversionista.

**2.1.6.** El 28 de diciembre de 2012 la Superintendencia Financiera de Colombia trasladó la queja referida a AMV<sup>26</sup>. Activada su competencia, el Autorregulador hizo un análisis de composición y comportamiento de los portafolios de los clientes **AAAA**, **BBBB**, **CCCC** y **DDDD** durante los periodos en que fueron gestionados, primero, por **FFFF** y, luego, por el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra, y detectó notorias diferencias entre uno y otro periodo, particularmente referidas a la frecuencia, cantidad y perfil especulativo de las operaciones realizadas por cuenta de los inversionistas mencionados. En su decir, tales rubros y propensión al riesgo se habrían incrementado notoriamente durante la gestión del inculpado.

**2.2.** La motivación concreta de cada uno de los cargos endilgados por AMV al inculpado se sintetiza enseguida:

### **2.2.1. Sobre la inobservancia del deber de información respecto de los 4 clientes indicados**

A juicio de AMV, el inculpado no brindó a los 4 clientes anteriormente identificados información *"objetiva, oportuna, completa e imparcial<sup>27</sup>"* referida, concretamente, a *"los productos ofrecidos, la nueva estrategia de inversión (y) los mayores riesgos asumidos por ellos<sup>28</sup>"* al incurrir en operaciones de cuentas de margen –OCM– operaciones repo y, en general, frente a *"todas y cada una de las operaciones efectuadas en su nombre y autorizadas por el señor **HHHH**, ordenante de las cuentas (...) y hermano del investigado<sup>29</sup>"*.

<sup>23</sup> Folio 008, carpeta de pruebas original.

<sup>24</sup> Folio 008, *ibidem*.

<sup>25</sup> Folio 017, *ibidem*.

<sup>26</sup> Folio 007, *ibidem*.

<sup>27</sup> Folio 105, carpeta de actuaciones finales.

<sup>28</sup> Folio 105, *ibidem*.

<sup>29</sup> Folio 106, *ibidem*.

Para el Instructor, el acusado estaba obligado a cumplir con el deber de asesoría respecto de **AAAA** y frente a las 3 miembros de la familia **ABCD** debido a que la calidad de cliente inversionista era expresa respecto de las tres últimas y no existía evidencia que diera razón de la información clara y contundente que soportara la calidad de inversionista profesional del primero.

Lo anterior implicó, en opinión de AMV, que el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra trasgrediera el deber de información que le era exigible respecto de los 4 inversionistas señalados.

### **2.2.2. Sobre la inobservancia del deber de asesoría en relación con los 4 clientes**

El Instructor consideró que el investigado también quebrantó, de manera continua y sucesiva, el deber de asesoría que debió desplegar respecto de **AAAA** y las tres personas naturales pluricitadas.

En su criterio, como las señoras **BBBB**, **CCCC** y **DDDD** fueron clasificadas como *clientes inversionistas* debieron recibir una correcta asesoría del inculpado en relación con el manejo de sus negocios. A juicio de AMV, **AAAA** también debió recibir el mismo tratamiento, porque a pesar de que fue formalmente caracterizado como *inversionista profesional*, no fue informado por Asvalores de las implicaciones de ello y, adicionalmente, los documentos a través de los cuales habría sido informado de tal calificación no tenían fecha concreta de recepción, por lo que en la práctica, ante esa falta de certeza sobre su efectivo perfilamiento como cliente, estaría catalogado como *cliente inversionista*.

Particularmente, el Instructor acusó al inculpado de realizar negocios por un volumen, monto, cantidad y naturaleza que no correspondieron con el perfil de riesgo de los clientes, que se hizo explícito precisamente cuando el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra manejó sus cuentas. También lo inculpó por ofrecerles "*productos especulativos de alto riesgo, como lo son las operaciones de cuentas de margen (OCM)*<sup>30</sup>". Para el Instructor quedó claro que el investigado no habría suministrado la información y asesoría debidas para que las clientes "*contaran con elementos de juicio suficientes para escoger las mejores opciones del mercado y tomar decisiones informadas para efectuar sus inversiones de conformidad con su perfil de riesgo*<sup>31</sup>".

### **2.2.3. Sobre el procesamiento de órdenes incompletas**

Por otra parte, AMV examinó las operaciones realizadas por cuenta de **AAAA** entre el 1º de junio y el 31 de diciembre de 2012 y halló que en tal periodo se procesaron 454 órdenes cuya fecha y hora exactos de recepción no fueron especificados y, por lo tanto, devendrían incompletas de acuerdo con lo previsto en la normativa aplicable. Tal irregularidad impidió constatar que su recepción fue previa a su ejecución.

El Instructor también identificó 7 operaciones en acciones que fueron ejecutadas por el inculpado sin la autorización previa de los inversionistas, las cuales se resumen a continuación:

---

<sup>30</sup> Folio 107, carpeta de actuaciones finales.

<sup>31</sup> *Ibidem*.

Cuadro 1

Nemo	Fecha y hora de grabación	Cantidad aprox.	Monto aprox. (millones)	Inversionista
IIII	07/12/2011 - 09:48	2.000	\$75	CCCC
IIII	07/12/2011 - 09:48	2.000	\$75	BBBB
IIII	07/12/2011 - 09:48	2.400	\$90	BBBB
IIII	07/12/2011 - 09:48	1.500	\$60	BBBB
IIII	07/12/2011 - 09:48	5.000	\$190	BBBB
IIII	07/12/2011 - 09:48	2.000	\$75	AAAA
IIII	07/12/2011 - 09:48	3.000	\$115	AAAA

#### 2.2.4. Sobre el desconocimiento de la prohibición de tener clientes como partes relacionadas

También endilgó al señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra la realización de la prohibición contenida en el artículo 38.10 del Reglamento de AMV, en tanto que tuvo como cliente a **HHHH**, su hermano, quien, por sugerencia del investigado, que los inversionistas acogieron, actuó en calidad de ordenante de **AAAA** y de **BBBB**, **CCCC** y **DDDD**.

#### 2.2.5. Sobre el desconocimiento de los deberes generales de lealtad y profesionalismo

Finalmente, el Instructor estimó que, como consecuencia de las circunstancias ya referidas, el investigado no atendió lo estándares de lealtad y profesionalismo que le eran predicables frente a los 4 clientes mencionados puesto que, acudiendo a la descripción de los cargos antes reseñados, no los asesoró, ni otorgó información individualizada y esencial sobre las operaciones efectuadas a su nombre, además de que incurrió en el procesamiento de órdenes incompletas y tuvo como cliente a una parte relacionada, específicamente a su hermano.

De igual forma, a consideración de AMV el incumplimiento de los deberes de lealtad y profesionalismo estuvo soportado en que el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra ejecutó por cuenta de los clientes operaciones de riesgo y volumen mayores a los habituales que perjudicaron su portafolio y que no se ajustaron a sus necesidades, perfiles e intereses de inversión.

### III. SÍNTESIS DE LA DEFENSA DEL INVESTIGADO

El señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra planteó, en resumen, los siguientes argumentos de defensa, en procura de contrarrestar los cargos que AMV le imputó:

Preliminarmente, la defensa acudió a la ya referida respuesta de Asvalores a la queja interpuesta por **BBBB**, en la que dicha firma rechazó los supuestos de dicha inconformidad.

**3.1.** Señaló, en otro sentido, que fue designado como encargado de las cuentas de los inversionistas con posterioridad a la reunión que otros funcionarios de Asvalores sostuvieron el 23 de agosto de 2008 en el domicilio de **BBBB** y a la que comparecieron ésta, **CCCC** y **DDDD**.

Manifestó, en consonancia con lo expuesto por Asvalores y la quejosa, que en dicho encuentro (al que no compareció) la entonces comisionista de bolsa planteó a los inversionistas "dos estrategias de inversión y sus riesgos<sup>32</sup>" como alternativas para conseguir la eventual recuperación de las pérdidas sufridas: una conservadora o de bajo riesgo, consistente en la compra de títulos de renta fija a largo plazo; y otra agresiva o de alto riesgo, orientada a la realización de operaciones de cuentas de margen, con el riesgo de pérdida de capital que ello implicaba. Indicó que los clientes habrían escogido esta última.

Señaló que luego de su designación como promotor responsable de los 4 portafolios (que en sus palabras obedeció a su experiencia y buenos resultados en la operación de cuentas de margen de otros clientes) se reunió personalmente con **BBBB**, **CCCC** y **DDDD**. En dicha oportunidad, dijo, les contó "la misión que se me había encomendado, y les explicó qué operaciones se harían y cómo se harían, al igual que los riesgos que las mismas conllevaban".

Asimismo, argumentó que el hecho de que Asvalores no pudiera certificar que su Comité de Riesgos aprobó que los inversionistas operaran en cuentas de margen no le era endilgable a él, sino a la firma. En su opinión, la trayectoria de **AAAA** en este tipo de negocios fue interpretada por él como una prueba de que estos trámites habían sido surtidos con anterioridad y que la inversión de recursos en ese tipo de operaciones era acostumbrada.

**3.2.** Dijo que las señoras **CCCC** y **DDDD** se vincularon como clientes de Asvalores desde el año 2000, mientras que **AAAA** lo hizo en 2001 y **BBBB** en 2003. En su criterio, en ese lapso los inversionistas adquirieron experiencia en la realización de operaciones de compra y venta de acciones y títulos de renta fija, así como en operaciones repo.

Particularmente, el inculpado destacó que **AAAA** realizó OCM desde el año 2007, esto es, casi 3 años antes de que él fungiera como promotor de negocios de este inversionista. De ahí que, al decir de la defensa, **AAAA** conociera el funcionamiento y riesgos asociados con tales operaciones.

Respecto de la clasificación de **AAAA** como *inversionista profesional*, señaló que no participó en ese perfilamiento, pues esa era una competencia del "departamento de Riesgos de Asvalores<sup>33</sup>". En esos términos, explicó que cuando inició su rol como responsable de dicha cuenta, la firma le informó que se trataba de un cliente con un perfil de riesgo alto. Señaló que diversa documentación allegada al proceso demostró inequívocamente que el inversionista conoció tal categorización desde el año 2009, sin que manifestara descontento, rechazo o incertidumbre.

**3. 3.** La defensa señaló que **AAAA** realizó OCM desde 2007, por intermedio de **FFFF**, con las que obtuvo pérdidas. Esta situación motivó que superiores jerárquicos de Asvalores designaran al señor Cárdenas Fonnegra como corredor de los clientes y le encomendaran la tarea de "recuperar las pérdidas en que había incurrido haciendo cuentas de margen desde el año 2007<sup>34</sup>". Añadió que las operaciones de cuentas de margen estuvieron precedidas de la firma que los inversionistas efectuaron de los

<sup>32</sup> Folio 148, carpeta de actuaciones finales.

<sup>33</sup> Folio 140, *ibidem*.

<sup>34</sup> Folio 146, *ibidem*.

contratos diseñados para tal fin, en las que se advertía la naturaleza riesgosa de esta tipología de negocios.

**3.4.** Afirmó que la designación de **HHHH**, hermano del inculpado, como ordenante de los clientes no fue irregular, sino que obedeció a una decisión libre y voluntaria (aunque sugerida por él), formalizada por los inversionistas con la suscripción de sendos poderes que, para el efecto, les allegó el inculpado.

Aclaró que la designación de ese ordenante no implicó que dejara de comunicarse vía telefónica con **BBBB**. A través de tal medio, indicó, le informó a ésta sobre el comportamiento del mercado y le explicó "*por qué se estaban generando las pérdidas*<sup>35</sup>".

Los registros de tales conversaciones, que solicitó a las empresas de telefonía celular respectivas, no fueron aportados al proceso en razón de los tiempos largos de tramitación de dicha petición. Al respecto, criticó a AMV por no haber requerido esa información, con el objeto de darle mayor impulso a su trámite, y lo culpó porque de tal modo le impidió presentar a una prueba que, en su dicho, le era favorable.

Adicionalmente, aseveró que semanalmente, por medio electrónico y físico, remitió a **BBBB** los extractos de cuenta y las papeletas de bolsa de cada una de las operaciones efectuadas en nombre **BBBB**. Sin embargo, no aportó a la actuación prueba de ello.

**3.5.** Analizó, además, la cantidad y frecuencia de las operaciones que él, en su calidad de promotor de negocios, realizó en nombre de los 4 inversionistas referidos y concluyó que se ajustaron a las normas aplicables y tuvieron en consideración el portafolio y condiciones del mercado. En cambio, en criterio de la defensa, el análisis que AMV efectuó de las transacciones que él celebró no tuvo en cuenta estos dos últimos criterios, de valor fundamental.

Por otro lado, aportó reportes financieros generales elaborados por el Banco de la República para justificar la estrategia de inversión que empleó.

**3.6.** De manera concreta, en relación con los cargos que AMV le reprochó, el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra expresó lo siguiente:

#### **3.6.1. Sobre la vulneración al deber de información**

Con fundamento en la norma cuyo incumplimiento le fue censurado, el artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, el inculpado afirmó que AMV no especificó cuáles fueron las políticas y procedimientos que no adoptó en orden a garantizar, como lo enuncia la norma en comento, que la información dirigida a los clientes fuera objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara. Esta incertidumbre, a su vista, impidió el ejercicio de su derecho de defensa.

Contrariando al Instructor, también indicó que no ofreció *nuevos* productos a **AAAA** (dada su experiencia previa en OCM) y negó, en el mismo sentido, que los inversionistas fueran sometidos a nuevos y mayores riesgos, dada su experiencia en el mercado y la instrucción que recibieron por cuenta de su incursión en ese tipo de operaciones.

---

<sup>35</sup> Folio 150, carpeta de actuaciones finales.



### 3.6.2. Sobre el deber de asesoría

Argumentó que los riesgos de la estrategia de inversión les fueron advertidos a los inversionistas desde antes de que él, en su calidad de promotor de negocios de los 4 inversionistas consabidos, diera inicio a las operaciones constitutivas de la estrategia de inversión adoptada por aquellos.

En otro sentido, advirtió que no debía asesoría a **AAAA**, por tratarse de un *inversionista profesional*. Igualmente, aseveró no entender por qué AMV lo acusó de violar el deber de asesoría frente a **CCCC** y **DDDD**, toda vez que ninguna de ellas instauró una queja que lo vinculara.

Reiteró, adicionalmente, lo expuesto previamente en relación con la comunicación constante que sostuvo con **BBBB** y su comportamiento frente a los clientes, siempre en búsqueda del provecho de éstos últimos.

### 3.6.3. Sobre el procesamiento de órdenes incompletas

Advirtió que las órdenes que precedieron las operaciones realizadas en nombre de los inversionistas fueron instruidas por **HHHH**, ordenante autorizado. Además, atribuyó a Asvalores la responsabilidad por la creación de los formatos de registro de órdenes que el Instructor tildó de defectuosos, al no detallar la hora de su recepción.

Reparó en una conversación aportada por AMV que, cotejada con la hora de celebración de 7 operaciones en nombre de los clientes **AAAA** y **BBBB**, probaría a juicio del Instructor que tales transacciones no estuvieron precedidas, como debieron, de una orden de la inversionista. Al respecto, la defensa señaló que de forma previa a la ejecución de las operaciones en comento se había comunicado con la señora **BBBB**, con el objeto de informarle el precio de las acciones que posteriormente fueron compradas.

En todo caso, mencionó, la llamada examinada por el Instructor únicamente tuvo como objeto informar a **BBBB** sobre la ocurrencia del evento y no, como entendió AMV, obtener la autorización para su celebración. Esta autorización, anotó, fue emitida previamente por el ordenante designado.

### 3.6.4. Sobre la prohibición de tener a clientes como partes relacionadas

Sobre el particular, el investigado señaló que al sugerir a su hermano como ordenante de los inversionistas obró de buena fe y que, además, éstos lo designaron de manera voluntaria y expresa.

## 6.5. Sobre la infracción a los deberes generales de lealtad y profesionalismo

Al respecto, el investigado manifestó que AMV le atribuyó esta conducta "*a partir de los mismos hechos que (sustentaron) las violaciones anteriores*<sup>36</sup>". Adicionalmente, afirmó que el Instructor ligó la trasgresión de los deberes anunciados al desconocimiento de las *necesidades y preferencias* de inversión de los clientes sin que, en últimas, esclareciera tales nociones, ni su alcance.

---

<sup>36</sup> Folio 174, carpeta de actuaciones finales.

## IV. CONSIDERACIONES DE LA SALA

### 4.1. Competencia del Tribunal Disciplinario

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*", con el propósito de imponer las sanciones de que trata el artículo 81 *ibídem*, si es que hay lugar a ello.

Precisamente, los artículos 11.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 y 1º del Reglamento de AMV, delimitan el alcance de los "*sujetos de autorregulación*", para precisar que son los miembros, los asociados autorregulados voluntariamente y sus personas naturales vinculadas; mientras que, según la definición contenida en el artículo 1º *ejusdem*, 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.

La competencia de esta Sala de Decisión para pronunciarse de fondo sobre la presente actuación disciplinaria se sustenta, en síntesis, en que para la época de los hechos imputados el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra se encontraba vinculado a Asvalores, por entonces sociedad comisionista de bolsa miembro de AMV, y en que en el pliego de cargos el Instructor lo acusó de la vulneración de normas propias de la intermediación del mercado de valores.

### 4.2. El señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra quebrantó el deber de asesoría que le era exigible respecto de los clientes BBBB, CCCC y DDDD

#### 4.2.1. Aproximación conceptual al deber de asesoría

Sobre el alcance y contenidos del deber de asesoría en materia de intermediación de valores (predicable tanto de las personas jurídicas, como de los operadores personas naturales a su servicio), la Sala trae a colación un breve marco conceptual, complementado con algunas reseñas de la Superintendencia Financiera, la Corte Suprema de Justicia y algunas autoridades de Derecho Comparado, que apoyarán, más tarde, sus conclusiones en este punto.

#### 4.2.1.1. El deber de asesoría abordado por la Superintendencia Financiera de Colombia

Frente al punto en mención, la Superintendencia Financiera de Colombia<sup>37</sup> señaló que, por razón de la naturaleza del contrato de comisión, la característica de interés público de la actividad de intermediación detallada por el legislador y la calidad especializada

---

<sup>37</sup> Resolución 1659, del 17 de octubre de 2008 (confirmada mediante Resolución 911 de 2010) expedida por (Los hechos tuvieron lugar antes del Decreto 1121 de 2008, que distinguió entre clientes "*inversionistas*" y "*profesionales*").

de quienes la desarrollan, en el contrato de comisión el deber de asesoría es connatural a su desarrollo y tiene como finalidad suministrar información, consejos y opiniones *"enderezados a formar en los clientes un grado tal de conocimiento del negocio, que les permita expresar un consentimiento suficientemente ilustrado acerca del mismo, en forma tal que los clientes puedan considerar los principales factores que militan en pro y en contra de un determinado negocio o asunto (...) por la naturaleza de la gestión se desprenderá lógicamente este deber de asesoría"*.

En tal acto administrativo indicó que, además de las razones puramente comerciales que pueden motivar a un comisionista de bolsa para prestar una adecuada asesoría y de las consecuencias económicas que pueda acarrearle el incumplimiento del deber de asesoría (aquellas que tienen que ver con la conservación y aumento de su clientela con base en un eficiente servicio), resulta claro que la mayor profundización y transparencia del mercado de valores también encuentran enorme soporte en el correcto cumplimiento del deber de asesoría a los inversionistas y clientes, quienes reafirmarán su confianza en dicho mercado si obtienen oportunamente la información *"integral"* que requieren para tomar de manera adecuada, seria y objetiva sus decisiones de inversión.

Es por ello que, el conocimiento que adquieren los comisionistas de bolsa acerca del perfil de los clientes, las características, condiciones y rentabilidad de los títulos que se negocian en el mercado de valores, así como de la situación financiera de las empresas que emiten dichos títulos y del mercado mismo *"debe ser puesto a disposición de su clientela, pues sería ilógico pensar que la labor del comisionista se limita a la ejecución mecánica de órdenes, caso en el cual, ciertamente, no se justificaría su existencia como tampoco la de las prerrogativas que la ley le otorga."*

(...)

*Así pues, las comisionistas de bolsa deben ofrecer y suministrar a sus clientes, toda la información de que dispongan con el propósito de que éstos cuenten con suficientes y adecuados elementos de juicio para la toma de sus decisiones de inversión.*

*Esto exige a los operadores del mercado una especial diligencia en sus informes y recomendaciones, ya que son profesionales en su actividad, y sus clientes, ciertamente, tienden a confiar en las recomendaciones de los mismos por virtud de su especialidad.*

*Es por lo anterior que su labor exige que la información que suministren a los clientes sea clara, correcta, precisa, suficiente y oportuna, para evitar interpretaciones equivocadas y debe hacerse énfasis en los riesgos que conlleva cada operación, de manera que el cliente pueda conocer a ciencia cierta los efectos de la operación que contrata"*.

De igual manera, la antigua Superintendencia de Valores, a través del Concepto 19992-637 del 18 de mayo de 1999, indicó que las comisionistas de bolsa deben *"ofrecer y suministrar a sus clientes toda la información de que dispongan con el propósito de que éstos cuenten con suficientes y adecuados elementos de juicio para la toma de sus decisiones de inversión"*.

#### **4.2.1.2. El alcance del deber de asesoría para la Sala de Casación Civil de la Corte Suprema de Justicia**

La Sala de Casación Civil de la Corte Suprema de Justicia también se ha pronunciado en similar sentido sobre el alcance del deber de asesoría en materia de intermediación de

valores. Así, por ejemplo, en sentencia del 30 de marzo de 2012, con ponencia del Magistrado Jaime Alberto Arrubla Paucar, expresó:

*"(...) atendiendo el interés general que es propio del mercado de capitales, en el cual actúan las sociedades comisionistas de bolsa, como profesionales especializados en dicha intermediación, sus actividades comprometen el interés público, precisamente en procura de la transparencia y garantía para los inversionistas. Por esto, el Estado, en desarrollo de sus competencias constitucionales y legales, ha expedido un régimen normativo al cual se deben sujetar los distintos agentes involucrados, dirigido a proteger no sólo a los inversionistas, sino también el orden público económico.*

*(...) a las sociedades comisionistas les corresponde proveer a sus clientes la información necesaria, en orden a que, a través de elementos de juicio claros y objetivos, puedan escoger las mejores opciones del mercado y tomar decisiones informadas.*

*Se trata, en últimas, que el comitente adquiera plena conciencia de los términos o condiciones de la inversión a realizar y de las consecuencias mediatas y potenciales que debe asumir. De ahí que una adecuada asesoría, a partir de parámetros jurídicos, económicos y financieros suministrados en forma transparente, resulta indispensable a esa finalidad.*

*El deber de asesoría de las sociedades comisionistas de bolsa, por lo tanto, derivado de la naturaleza del contrato de comisión para la compra y venta de valores, resulta de trascendental importancia, porque las deficiencias en su aplicación repercutirán, en mayor o menor medida, en el adecuado funcionamiento y crecimiento del mercado y en la toma de decisiones de los inversionistas".*

#### **4.2.1.3. El alcance del deber de *suitability* en el Derecho Comparado:**

El *suitability* (adecuación, idoneidad) es un elemento de la asesoría financiera y debe entenderse como las políticas, recomendaciones y asesorías efectivas para el manejo de los recursos de los clientes, como resultado del conocimiento completo y de las necesidades de los clientes, según su perfil.

Las reglas de *Suitability* de **FINRA** (2090 y 211), obligan al asesor y al intermediario a averiguar toda la información sobre el perfil del cliente para recomendarle inversiones o sugerir estrategias adecuadas en función de su perfil de inversión. La información a recabar incluye aspectos como la edad del cliente, su situación laboral, financiera y fiscal, sus necesidades de liquidez, nivel de tolerancia al riesgo, los objetivos de las inversiones y su horizonte de tiempo, su capacidad para asumir pérdidas y su entendimiento del producto.

**IIROC** en su Regla 3400, incluye similares exigencias dentro de las mejores prácticas generales de *suitability*.

Para **IOSCO**<sup>38</sup>, el *suitability* "(...) incluye cualquier estándar o requerimiento que un intermediario debe tener o se espera que cumpla en la distribución de productos financieros, para lograr que el producto ofrecido concuerde con las necesidades y situación financiera de cada consumidor financiero (...) Los requerimientos generales de *suitability* están dirigidos a asegurar que los intermediarios solo hagan recomendaciones apropiadas y a que los clientes tengan el *expertise*, el conocimiento y la capacidad financiera necesarias para negociar en instrumentos financieros y comprender los riesgos asociados a sus objetivos de inversión.

(...) Bajo dicho principio los operadores deben advertir a sus clientes que ciertos productos pueden ser no recomendables para ellos. En algunas ocasiones incluso se prohíbe recomendar a clientes minoristas algunos productos [atendiendo] a su complejidad financiera.

Los requerimientos de *suitability* reflejan el deber general de actuar de los operadores de actuar de manera equitativa, honesta y profesional, en concordancia con el mejor interés de los clientes".

**ESMA** (European Securities and Markets Authority)<sup>39</sup> estableció, en su momento, que ciertas circunstancias y algunas prácticas de los operadores del mercado no son consecuentes con los requerimientos del *suitability*. Reparó, en consecuencia, i) en la necesidad de prestar atención "a la excesiva confianza de los operadores sobre la experiencia y el nivel de conocimiento del cliente", ii) en los errores de los intermediarios al seleccionar inversiones adecuadas "por ejemplo, seleccionando inversiones riesgos, complejas o costosas para sus clientes", y iii) en la práctica de algunos operadores de "intentar evadir su responsabilidad de suministrar una asesoría adecuada, dando a entender que es el cliente quien decide si la inversión es o no la adecuada".

La **SEC** también se ha ocupado del análisis del *suitability*, en distintas oportunidades.

En una ocasión<sup>40</sup> expresó que "(...) la mera divulgación de los riesgos no satisface la obligación de *suitability*. El cliente no solo debe ser lo suficientemente sofisticado para entender completamente los riesgos relacionados con la inversión, sino ser capaz de asumirlos. Por supuesto, la capacidad de asumir riesgos, por sí sola, no satisface la regla de *suitability*. (...) La *suitability* es determinada por la conveniencia de la inversión para el cliente, no por el hecho de que el operador crea que el cliente puede permitirse perder el dinero".

En otra oportunidad<sup>18</sup> indicó que "el intermediario debe asegurarse que el cliente entiende los riesgos involucrados en una transacción de valores y que la recomendación de inversión es adecuada para el cliente".

**NAC** (National Adjudicatory Council) también se ocupó, en su momento, del tema en mención. En alguna ocasión analizó una situación en la que el intermediario intentaba excusar su desatención a la regla de *suitability* en que el cliente "contrató una estrategia comercial arriesgada", y concluyó al respecto que "(...) si bien el cliente negociaba con bonos basura y opciones de índice, lo cierto es que estos antecedentes no significan que entendiera los riesgos que aparejaban tales inversiones"<sup>19</sup>.

<sup>38</sup> Ver "Suitability requirements with respect to the distribution of Complex Financial Products", Consultation Report, febrero de 2012, páginas 11 y 12.

<sup>39</sup> Consultar el documento "Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements", diciembre de 2011.

<sup>40</sup> Exchange Act Rel. No. 47476 (10 de marzo de 2003).

Esta última idea también encuentra sustento en la Regla 2010 de FINRA, sobre conocimiento del cliente, que precisamente se sustenta en la idea según la cual "el hecho de que un cliente previamente haya realizado inversiones no lo hace un inversionista sofisticado".

#### **4.2.1.4. El deber de asesoría en el Decreto 2555 de 2010 y en el Reglamento de la BVC**

Concretamente, el deber de asesoría se encuentra regulado en el artículo 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, en los siguientes términos:

**"Artículo 7.3.1.1.3. Deber de asesoría frente a los 'clientes inversionistas' (...)** Se entiende por asesoría profesional el brindar recomendaciones individualizadas que incluyan una explicación previa acerca de los elementos relevantes del tipo de operación, con el fin de que el cliente tome decisiones informadas, atendiendo al perfil de riesgo particular que el intermediario le haya asignado, de acuerdo con la información suministrada por el 'cliente inversionista' sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de operación a realizar.

*El deber de asesoría a que se refiere este artículo tendrá que ser cumplido por conducto de un profesional debidamente certificado para este fin, quien deberá estar vinculado laboralmente al intermediario de valores (...)*

*En desarrollo de este deber será responsabilidad del intermediario establecer un perfil de riesgo del cliente y actuar de conformidad con el mismo. Cuando el intermediario considere que el producto o servicio ofrecido o demandado es inadecuado para el cliente, deberá darle a conocer expresamente su concepto (...)"*.

Por su parte, el artículo 5.2.2.3 del Reglamento de la Bolsa de Valores de Colombia prevé:

**"Artículo 5.2.2.3.** Las personas vinculadas a las sociedades comisionistas de bolsa asumen los deberes de asesoría que su carácter de intermediarios profesionales les impone para con sus clientes. En tal virtud, las personas vinculadas a las sociedades comisionistas de bolsa:

- 1.** Informarán a sus clientes sobre los elementos que un inversionista razonable tendría en cuenta al momento de tomar la decisión de inversión;
- 2.** Solicitarán instrucciones específicas de los clientes, cuando en la ejecución de una orden se presenten hechos que de ser conocidos por el cliente, implicarían que él modificara radicalmente las instrucciones inicialmente impartidas; y
- 3.** Buscarán siempre obtener la mayor utilidad o beneficio para su cliente".

La Sala se apoyará, entonces, del marco conceptual y fáctico expuesto anteriormente para ponderar el comportamiento del inculpado en el caso bajo examen y para evaluar, en últimas, si éste se ajustó a los patrones de comportamiento que exige el deber de asesoría profesional.

#### 4.2.2. La naturaleza altamente especulativa de las operaciones por cuenta de margen

El artículo 2.33.1.3.2 del Decreto 2555 de 2010 alude a que las OCM "son operaciones de naturaleza especulativa, dirigidas exclusivamente a personas con conocimientos del mercado de valores, sujetas a los riesgos del mercado, de crédito y de liquidez y pueden conllevar la pérdida completa de los recursos aportados por el cliente".

En concordancia con lo anterior, la norma en comento establece como obligaciones para el intermediario orientadas a brindar a los clientes involucrados en OCM información expresa acerca de la "naturaleza, riesgos y condiciones del negocio", dejando constancia "de la manifestación del cliente de tener suficiente conocimiento del mercado de valores para emitir las órdenes relacionadas con la ejecución del respectivo contrato" e informando a sus clientes, como mínimo, "una vez al día" sobre los resultados de las cuentas de margen.

Se trata, pues, de productos altamente calificados, diseñados normalmente para inversionistas sofisticados, cuya operación imprime a los intermediarios previsiones especiales y apareja, sin duda, un estándar alto y requerimientos expuestos, oportunos y fluidos de asesoría.

#### 4.2.3. Análisis del caso concreto

Inicialmente, en cuanto atañe a la categorización del cliente **AAAA**, esta Sala acoge los argumentos del inculpado por cuanto existen suficientes elementos de juicio para considerar que éste era un *inversionista profesional*.

En efecto, entre las piezas probatorias que obran en el plenario se destaca una comunicación que, aunque carece de la indicación del día y hora concretos de su envío, sí indica que fue expedida en el año 2009 y, más importante aún, exhibe un sello de recepción impuesto por **AAAA** y firmado por su gerente, **BBBB**<sup>41</sup>. Tal misiva que, se reitera, el cliente recibió a satisfacción desde el año 2009, le informó expresa y claramente que fue "clasificado como 'Inversionista Profesional'<sup>42</sup>" y debe ser ponderada, en criterio de esta Sala, teniendo en cuenta que el inversionista no se manifestó de ningún modo frente a dicha caracterización, aunado esto a su trayectoria en el mercado de valores<sup>43</sup> y, como se examinará más adelante, a su experiencia concreta en operaciones de cuentas de margen.

En estos términos, como el artículo 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 prescribe claramente que el deber de asesoría exigible a los intermediarios de valores se predica, exclusivamente, respecto de los *clientes inversionistas*, la Sala colige que al inculpado no le era exigible este deber general de conducta profesional en relación con el cliente **AAAA**, reconocido como *inversionista profesional*.

En cambio, del examen del expediente la Sala observa que no está en discusión ni existe duda en torno a que **BBBB**, **CCCC** y **DDDD** fueron catalogadas por Asvalores como

<sup>41</sup> Folio 387, carpeta de pruebas original.

<sup>42</sup> *Ibidem*.

<sup>43</sup> Es conveniente recordar en este punto que **AAAA** inició su vínculo como cliente de Asvalores el 22 de marzo de 2001.

clientes inversionistas. De ello surge que el cumplimiento del deber de asesoría era aplicable para estas 3 inversionistas, según será examinado a continuación.

Para esta Sala de Decisión es claro que el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra dio un manejo desacostumbrado a los portafolios de **BBBB**, **CCCC** y **DDDD**, al invertir sus recursos en operaciones cuyo volumen, monto, cantidad y naturaleza no guardaban relación con el perfil de riesgo de los clientes.

Ciertamente, con base en los extractos de cuenta aportados por Asvalores, la Sala evidencia que antes de que el inculpado manejara las cuentas de los inversionistas ninguno de ellos había participado en cuentas de margen<sup>44</sup>.

El comportamiento de los portafolios de los inversionistas sufrió una variación manifiesta cuando el funcionario responsable de su gestión pasó a ser el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra. Veamos:

Cuadro 2

FUNCIONARIO ENCARGADO DEL MANEJO: FFFF										
CLIENTE	ACCIONES		NO ESTANDARIZADA		ESTANDARIZADA		REPOS		TOTAL OPERACIONES	TOTAL MONTO
	NRO OPERACIONES	VALOR	NRO OPERACIONES	VALOR	NRO OPERACIONES	VALOR	NRO OPERACIONES	VALOR		
BBBB			2	41.397.517	60	3.782.358.049	145	2.303.556.062	207	6.127.311.628
AAAA	52	444.175.470	23	1.352.576.446	417	172.895.142.704	1	16.996.445	493	174.708.891.065
CCCC	5	27.504.185	3	76.253.261	5	71.613.655	134	1.679.973.741	147	1.855.344.842
DDDD	2	24.508.285	6	280.610.493	15	537.480.968	107	1.377.771.574	130	2.220.371.320
TOTALES	59	496.187.940	34	1.750.837.717	497	177.286.595.376	387	5.378.297.821	977	184.911.918.855

Periodo examinado: desde enero de 2008 hasta agosto de 2010

Cuadro 3

FUNCIONARIO ENCARGADO DEL MANEJO: JUAN CARLOS CÁRDENAS FONNEGRA										
CLIENTE	ACCIONES		NO ESTANDARIZADA		ESTANDARIZADA		REPOS		TOTAL OPERACIONES	TOTAL MONTO
	NRO OPERACIONES	VALOR	NRO OPERACIONES	VALOR	NRO OPERACIONES	VALOR	NRO OPERACIONES	VALOR		
BBBB	68	4.184.003.062	7	144.516.761	459	267.430.974.468	77	5.623.427.662	611	277.382.921.953
AAAA	348	36.934.523.876	4	171.349.728	677	405.979.162.892	99	21.413.684.551	1.128	464.498.721.047
CCCC	59	5.550.412.740	7	120.312.097	157	84.898.332.189	21	3.317.167.308	244	93.886.224.334
DDDD	6	37.232.250	14	984.868.598	223	140.380.852.471	1	18.560.919	244	141.421.514.238
TOTALES	481	46.706.171.928	32	1.421.047.184	1.516	898.689.322.020	198	30.372.840.440	2.227	977.189.381.572

Periodo examinado: desde el 25 de agosto de 2010 hasta el 28 de marzo de 2012

La información presentada da cuenta de importantes modificaciones en los hábitos de inversión de los clientes. Concretamente, el número total de operaciones pasó de 977 a 2227, y el valor total de las mismas, aumentó de \$184.911.918.355,00 a \$977.189.381.572,00. El incremento más considerable se presentó en las operaciones sobre deuda estandarizada, que pasaron de 497 a 1516 operaciones. Debe recordarse que el período en que las inversionistas permanecieron a cargo de **FFFF** (20 meses) es aproximadamente igual al que pasaron con el señor Cárdenas Fonnegra (19 meses).

Es importante especificar, también, que mientras el señor Cárdenas Fonnegra se mantuvo como funcionario responsable de la cuenta de los inversionistas, se presentaron las siguientes pérdidas en operaciones relacionadas con acciones y, especialmente, con cuentas de margen:

<sup>44</sup> No así respecto de **AAAA** que realizó OCM desde el año 2009, de acuerdo con lo registrado en el medio magnético asociado al folio 148 de la carpeta de pruebas origina. Esto ocurrió cuando **FFFF** ejercía la asesoría de los inversionistas.



Cuadro 4

PÉRDIDAS DURANTE LA VINCULACIÓN DEL INculpADO			
CLIENTES	ACCIONES	DEUDA ESTANDARIZADA - CUENTAS DE MARGEN	TOTALES
BBBB	\$ 65.974.569,01	\$ 273.292.355,00	\$ 339.266.924,01
AAAA	\$ 219.291.691,45	\$ 401.640.629,00	\$ 620.932.320,45
CCCC	\$ 66.576.960,00	\$ 71.084.737,56	\$ 137.661.697,56
DDDD	\$ (187.250,00)	\$ 71.084.737,56	\$ 70.897.487,56
<b>TOTALES</b>	<b>\$ 351.655.970,46</b>	<b>\$ 817.102.459,12</b>	<b>\$ 1.168.758.429,58</b>

Como fue relatado ya, esta modificación abrupta en las operaciones y, consecuentemente, en el riesgo asociado a ella, la cual no guardaba relación con el perfil de riesgo de los clientes, fue justificada por la defensa acudiendo a distintos argumentos, entre ellos:

- Que los inversionistas diligenciaron a cabalidad los contratos para OCM y que en sus formatos de actualización de datos se les registró un perfil de riesgo agresivo.
- Que la reunión del 28 de agosto de 2010 sostenida por funcionarios de Asvalores y miembros de la familia **ABCD** (a la que admitió no haber acudido el investigado) la firma comisionista les explicó el funcionamiento y los riesgos asociados con las operaciones de cuentas de margen y que el investigado personalmente instruyó a los clientes sobre estos puntos en una reunión de presentación que luego sostuvo con ellos.
- Que continuamente por vía telefónica mantuvo a **BBBB** al tanto de los negocios y que, semanalmente, le informaba por medio electrónico y físico sobre su devenir.

La Sala no acoge las razones esgrimidas por la defensa porque, en primer lugar, la referencia a la documentación diligenciada por los inversionistas versa sobre proformas que contienen información preestablecida y general, de elevado contenido técnico tratándose de OCM. Para esta instancia la simple aceptación formal de estos acuerdos por parte de los clientes inversionistas no es prueba suficiente de que el inculcado actuara de conformidad con el deber de *suitability* que subyace al deber de asesoría, el cual requería que, en un caso como el examinado, el inculcado (quien era el experto) advirtiera clara e inequívocamente a cada uno de los clientes sobre el funcionamiento, las características y, especialmente, los riesgos inherentes a las operaciones de cuentas de margen.

Además, aunque, en gracia de discusión se aceptase, que la firma y el inculcado hubieran instruido a los inversionistas sobre las características y riesgos inherentes a las OCM, esta orientación se limitó a un momento previo a la realización de tales operaciones, esto es, a la reuniones en las que, presuntamente, empleados de Asvalores instruyeron a los inversionistas sobre las operaciones que integrarían la nueva estrategia de inversión a aplicar<sup>45</sup>, sin ningún acompañamiento posterior, como debió haber ocurrido, dados la naturaleza y el riesgo de tales operaciones.

La Sala es enfática en advertir que, a pesar de lo dicho por la defensa, no obra en el expediente una prueba de la supuesta comunicación *semanal* por correo electrónico y por medios físicos que el inculcado manifestó sostener con **BBBB**. Aunado a ello, salta a la

<sup>45</sup> Ver numeral 2.1.3 de esta resolución.

vista que el investigado nada dijo respecto de eventuales interacciones con las demás clientes inversionistas involucradas, **CCCC** y **DDDD**. En suma, esta instancia evidencia con claridad que el investigado, operador experto en el mercado de valores, no ofreció ni suministró a los clientes la información requerida en aras de proveerlos de los insumos suficientes para comprender el manejo de sus portafolios y, por esa vía, decidir autónoma y conscientemente el destino de sus recursos. Y, desde luego, cuando el operador profesional no asesora debidamente a sus clientes sobre los efectos de las operaciones inéditas y en extremo riesgosas que celebra por su cuenta, mal puede pretextar en su defensa que éstos nunca se quejaron. La ausencia de reproche de los clientes y más aún, su anuencia a que él siguiera administrando sus portafolios, se explica precisamente en su desconocimiento técnico y práctico como inversionistas sobre el tipo de operaciones que se venían haciendo y sobre el potencial de las mismas para producir los efectos nocivos que habrían de generar en su portafolio.

La Sala identificó, además, que en el expediente sólo reposan correos electrónicos que **HHHH**, hermano del investigado, envió a, entre otros, los inversionistas implicados en la presente actuación, y cuyo contenido únicamente versó sobre estudios generales del mercado, pero no consistió, como lo exige la normativa aplicable, en recomendaciones personalizadas dirigidas a dotar a los inversionistas de criterios suficientes para adoptar decisiones fundamentadas de inversión o, cuando menos, para entender el manejo, riesgo y rendimiento de sus portafolios.

Ahora bien, para esta Sala no son de recibo las réplicas de la defensa orientadas a criticar la negativa del Instructor para solicitar ante compañías de telefonía celular los registros de llamadas entre el investigado y **BBBB**, pues a su juicio, estos datos únicamente hubieran podido corroborar que, eventualmente, existieron conversaciones entre el señor Cárdenas Fonnegra y **BBBB**, pero no su contenido.

La Sala insiste en que, como lo corrobora el extracto de cuenta<sup>46</sup> de **BBBB**, **CCCC** y **DDDD**, durante su vinculación con Asvalores nunca, hasta la intervención del inculpado, participaron en operaciones de cuentas de margen.

Por lo tanto, las OCM representaron productos completamente novedosos para los clientes inversionistas, cuya naturaleza, funcionamiento y, especialmente, riesgos les fueron extraños.

Los términos en que el investigado aplicó la estrategia de inversión agresiva desdican de su comportamiento como profesional de mercado y, particularmente, de la calidad de la asesoría que brindó a sus clientes. Para la Sala, la debida estructuración de un método de inversión de tales características, teniendo en cuenta los clientes involucrados y el tipo de operaciones en que se centró, requería mucho más que la simple suscripción de unos documentos y la realización de unos encuentros informales, (y nunca documentados), sobre la materia.

Efectivamente, una estrategia emanada de una correcta asesoría profesional hubiera implicado dejar constancia inequívoca de que los inversionistas conocían y entendían la totalidad de riesgos a los que se veían expuestos al celebrar operaciones de cuentas de margen, y que estaban al corriente sobre los resultados de los negocios y del estado general de sus portafolios. Una gestión idónea de los portafolios hubiera tornado deseable en este caso, por ejemplo, la determinación de parámetros de *stop loss* para impedir la asunción

---

<sup>46</sup> Medio magnético asociado al folio 148, carpeta de pruebas original.

ilimitada de pérdidas en personas que, a las claras, carecían de experiencia en operaciones de tal nivel especulativo, qué venían de malos resultados económicos y que, por esto último, habían manifestado su deseo de retirarse de Asvalores.

La Sala remarca que el inculpado era al tiempo de los hechos un profesional certificado por las autoridades respectivas y por ello se ciernen sobre él el atributo de experto, que debería haberse visto reflejado en una adecuada asesoría a los clientes inversionistas.

En consecuencia, esta instancia concluye que el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra inobservó su deber de asesoría en relación con los clientes **BBBB**, **CCCC** y **DDDD**, en tanto que no impartió a éstas recomendaciones individualizadas acerca de las características, condiciones, rentabilidad ni riesgos del tipo de operaciones en que invirtieron sus recursos, particularmente OCM, altamente especializadas y riesgosas. Tampoco desplegó gestiones idóneas para que los clientes inversionistas adquirieran un conocimiento suficiente y continuo del estado de sus negocios ni de la estrategia de inversión que, a la postre, implicó tan adversos resultados económicos.

Por lo visto, esta Sala de Decisión declarará al inculpado responsable de la violación del artículo 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 y del artículo 5.2.2.3 del Reglamento de la Bolsa de Valores de Colombia.

### **4.3. El señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra quebrantó el deber de información que le era exigible respecto del cliente AAAA**

#### **4.3.1. Análisis del caso concreto**

Como quedó visto, al investigado no le era exigible el deber de asesoría respecto de **AAAA**, toda vez que se trataba de un inversionista profesional. No obstante, aunque la aplicación de dicha pauta se limita, por expresa previsión legal, a los clientes inversionistas, existen otros deberes especiales en cabeza de los intermediarios, como el de información, cuyo cumplimiento no distingue el tipo de cliente, pues es predicable y reclamable en favor de todos por igual.

Así pues, aunque la Sala descartó valorar la conducta del inculpado en relación con **AAAA** a la luz del deber de asesoría, no sucede lo mismo desde la óptica del deber especial de información, exigible respecto de dicho cliente.

Aplicando, entonces, el contenido del deber de información a las conductas examinadas en el acápite anterior, la Sala encuentra que no existe prueba de que el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra adoptara mecanismos para que la información dirigida a **AAAA** cumpliera con requisitos de objetividad, oportunidad, completitud, imparcialidad y claridad. Más aún, esta instancia subraya que el análisis de estos criterios resulta inviable dada la ausencia de elementos de juicio que probaran el suministro de información durante el transcurso de la relación comercial entre el inculpado y el inversionista, ni de ninguna manera en la propuesta, discusión y cierre de las operaciones celebradas<sup>47</sup>.

---

<sup>47</sup> Es oportuno memorar que, al decir del investigado, éste remitía semanalmente información por correo electrónico y físico a la representante legal de **AAAA** y, además, mantenía un constante contacto telefónico con ésta. Sin embargo, tales afirmaciones no fueron soportados en hechos constatables. Estos asuntos fueron examinados con mayor nivel de detalle en el punto 4.2.2.2 de esta sección considerativa.

Esta conducta, además, demuestra que el inculpado desconoció la obligación que tenía de propender porque **AAAA** tuviera un correcto entendimiento de los negocios efectuados con sus recursos, en los términos del artículo 37.2 del Reglamento de AMV, para lo cual, reitera la Sala, debía transmitir al inversionista información relacionada con la naturaleza, alcance y condiciones de las operaciones, y no lo hizo.

En síntesis, para esta Sala el señor Cárdenas Fonnegra vulneró el deber de información que le competía frente a **AAAA**, puesto que no tomó ninguna medida orientada a garantizar que el inversionista obtuviera un correcto entendimiento de los negocios en que sus recursos fueron invertidos.

Por último, la Sala estima conveniente recordar que el Instructor ligó la presunta trasgresión de los artículos 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 y 37.2 del Reglamento de AMV, descritos líneas arriba, a la aplicación concordante de lo dispuesto en el artículo 36.6 del Reglamento de AMV, según el cual "*(l)as personas naturales vinculadas deben asegurar que las obligaciones impuestas por la normatividad aplicable a ellas y a los miembros sean observadas*", luego, en virtud del vínculo que ligaba al inculpado con Asvalores, aquel debió ajustar su comportamiento a la normatividad propia de la intermediación de valores.

#### **4.4. El señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra procesó 454 órdenes incompletas relativas al cliente AAAA**

##### **4.4.1. Aproximación conceptual al procesamiento incompleto de órdenes**

El Tribunal Disciplinario ha definido<sup>48</sup> el alcance de la conducta de procesamiento incompleto de órdenes señalando que la recepción idónea y el tratamiento adecuado de éstas garantiza la seriedad en el manejo del dinero de los inversionistas, amén de que facilita controles oportunos y permite tanto el seguimiento, como la trazabilidad de cada operación; todo en beneficio de los intereses de los clientes, del desenvolvimiento organizado de cada entidad y de la buena marcha del mercado.

En ese sentido, el Tribunal estableció que el sistema para el procesamiento de órdenes tiene como objetivo permitirle a la entidad "*conocer de dónde provino una orden, cuál fue el tratamiento que se le dio y cuándo fue ejecutada en el sistema de negociación*". También indicó que en dicho sistema los medios verificables son de suma importancia, ya que se presentan como el mecanismo a través del cual se registra el momento de la recepción de las órdenes y las condiciones en las cuales éstas fueron recibidas, lo que permite corroborar, entre otros elementos, que la autorización del inversionista fue impartida de manera previa a la ejecución de la transacción.

En materia probatoria, las reglas sobre procesamiento de órdenes tienen carácter relevante y vinculante, pues permiten auditar toda la información sobre el tratamiento dado a las mismas, con lo cual se facilita a la entidad y a sus personas naturales vinculadas, en caso de una controversia, comprobar que actuaron de manera adecuada en el procesamiento de una instrucción o en el cumplimiento de un deber determinado.

---

<sup>48</sup> Resolución No. 26 del 8 de agosto de 2014 de la Sala de Decisión "2" del Tribunal Disciplinario de AMV.

En ese marco, debe entenderse que no recibir la orden por los canales institucionalmente previstos y con el lleno de las formalidades concebidas en la normatividad que regula la materia, así como desatender los requisitos "mínimos" que aquélla debe contener, "son fenómenos que implican la imposibilidad de ejecutarla, o lo que es lo mismo, con base en una manifestación que adolece de defectos técnicos y que por lo mismo es insuficiente, la comisionista no podría realizar operaciones para comprometer los recursos de los clientes<sup>49</sup>".

#### **4.4.2. La fecha y hora como uno de los requisitos mínimos de las órdenes, según el Reglamento de AMV**

En cuanto es relevante para el caso actual, y toda vez que el Instructor censuró la violación de esta norma, en seguida se recurre al artículo 51.6 del Reglamento de AMV para subrayar el primer de los requisitos mínimos que deben contener las órdenes:

*"Artículo 51.6 Contenido de las órdenes. Las órdenes que se reciban deberán estar formuladas de manera completa, clara y suficiente a través de un medio verificable, y contener la información necesaria para su transmisión.*

*Al 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 (...)" (original sin subrayas).*

Sobre el punto, también es necesario reparar en el artículo 51.18 del mismo estatuto:

*"Artículo 51.18. Órdenes incompletas. Las personas naturales vinculadas no podrán procesar una orden que no cumpla con los parámetros mínimos establecidos en el artículo 51.6 del presente Reglamento".*

#### **4.4.3. Análisis del caso concreto**

En el caso bajo examen AMV censuró al inculpado el procesamiento de 454 órdenes incompletas provenientes del cliente **AAAA**. El vicio de tales instrucciones radicó, en criterio del Instructor, en que el formato de su recepción en Asvalores no indicó la fecha y hora exactas en que fueron recibidas por la sociedad comisionista. El investigado se opuso a esa censura argumentando que la ausencia de tal elemento no se derivó de una omisión suya, sino de la forma en que los documentos de registro de órdenes estaban diseñados por parte de la firma.

Por otro lado, AMV también le endilgó haber celebrado 7 operaciones de intermediación en nombre de los clientes **AAAA** y **BBBB** sin la autorización previa de los clientes, para lo cual se basó en una conversación telefónica sostenida entre **BBBB** y el investigado. En su defensa, el acusado adujo que dicha llamada no tuvo como finalidad obtener la aprobación de la cliente sino únicamente informarle sobre la modificación del precio del valor sobre el cual recayó, habida cuenta de que el beneplácito para su ejecución le había sido concedido previamente por **HHHH**, hermano suyo y ordenante de la cliente. No obstante, no soportó dicha afirmación en ningún elemento de juicio verificable.

---

<sup>49</sup> Resolución No. 17 de 11 de junio de 2014, Sala de Decisión No. "5" del Tribunal Disciplinario de AMV.

Pues bien, en relación con el procesamiento incompleto de 454 órdenes la Sala de Decisión nota que la estrategia de defensa del inculpado no se orientó a controvertir la ausencia de los elementos censurados por AMV (hora y fecha exactas de las órdenes), lo que se tiene por probado, sino que se limitó a achacar la responsabilidad por ello a Asvalores. En criterio de la Sala, este argumento no puede prosperar puesto que, conforme a lo previsto en los prenotados artículos 51.6 y 51.18 del Reglamento de AMV, a pesar de la clara deficiencia técnica que es endilgable a la comisionista por la insuficiencia de sus mecanismos de registro, el inculpado debió detectar que las instrucciones carecían de uno de sus requisitos mínimos y, por lo tanto, abstenerse de procesarlas.

Las mismas consideraciones son aplicables frente a la realización de 7 operaciones inconsultas por cuenta de los clientes **AAAA** y **BBBB**, con la añadidura de exaltar que las supuestas órdenes brindadas por el ordenante de aquellos no fueron aportadas por la defensa ni identificadas por el Instructor.

En tales términos, la Sala también declarará la responsabilidad disciplinaria del señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra frente al cargo de marras.

#### **4.5. El señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra tuvo como cliente a una parte relacionada**

##### **4.5.1. Aproximación conceptual a la prohibición de tener a partes relacionadas como clientes, como circunstancia constitutiva de un conflicto de interés**

El Tribunal disciplinario ha expresado<sup>50</sup>, en relación con el incumplimiento de las normas que gobiernan los conflictos de interés, que los sujetos de autorregulación, es decir, los miembros, los asociados autorregulados voluntariamente y sus personas naturales vinculadas, conforme expresa el artículo 1º 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.

La obligación de abstenerse de actuar frente a los conflictos de interés o de administrarlos correctamente, nace del artículo 2.11.4.2.2 del Decreto 2555 de 2010, así como de los artículos 38.7<sup>51</sup> y 38.8<sup>52</sup> del Reglamento de AMV. Con fundamento en lo previsto en tales normas, el Tribunal ha afirmado que la responsabilidad disciplinaria por violación al régimen de conflicto de interés debe declararse en los casos en que se pruebe el efectivo conocimiento de los intereses en pugna, ante los que el inculpado deba abstenerse de actuar o administrarlos de manera adecuada, de tal suerte que no se comprometa su objetividad e imparcialidad.

---

<sup>50</sup> Resolución No. 17 del 30 de septiembre de 2014, de la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV.

<sup>51</sup> **"Artículo 38.7 Deber general de administración.** Las personas naturales vinculadas deberán administrar cualquier situación que pueda afectar la objetividad e imparcialidad propia de sus funciones en relación con la actividad de intermediación en el mercado de valores, para lo cual tendrán como referente las políticas y procedimientos sobre conflictos de interés".

<sup>52</sup> **"Artículo 38.8 del Reglamento de AMV.** Prohibición de la indebida administración. Los miembros de AMV no permitirán que una persona natural vinculada actúe cuando se encuentre en un conflicto de interés que no haya sido administrado de manera idónea. Así mismo, las personas naturales vinculadas se abstendrán de actuar cuando se encuentren en una situación de conflictos de interés que no haya sido debidamente administrada".

Además, el Tribunal ha especificado que cualquier intermediario puede hallarse ante un conflicto de intereses, lo cual no constituye infracción alguna. No obstante, si ante la presencia de dicho conflicto escoge una de las situaciones contrapuestas, en detrimento o afectación de la otra, este órgano juzgador ha considerado que infringe las normas que gobiernan los conflictos de interés y, por lo tanto, que compromete su responsabilidad disciplinaria.

Pues bien, la indebida administración del conflicto de interés se presenta, entre otros eventos, cuando el sujeto de autorregulación tiene como cliente o contraparte a una de sus partes relacionadas, según se detallará en el acápite siguiente.

#### **4.5.2. Análisis del caso concreto**

En el trámite del caso actual quedó demostrado, y no fue objeto de discusión, que el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra fungió como promotor de negocios de los clientes **AAAA, BBBB, CCCC** y **DDDD**. También está esclarecido que tales inversionistas designaron a **HHHH**, hermano del inculpado, como ordenante de sus cuentas.

Ahora, si bien **HHHH** no fue, en estricto sentido, un *cliente* del investigado sino que obró como *ordenante* de 4 inversionistas, la prohibición contenida en el artículo 38.10 le es extensible en tanto que actuó, como lo contempla la norma<sup>53</sup>, "*en representación de terceros*".

Llama la atención que el investigado, quien era para la época de los hechos un profesional certificado para operar en un mercado de alta complejidad, haya defendido su proceder en este punto aduciendo haber procedido en ello de buena fe, pues no ve la Sala cómo inducir un agente del mercado a unos clientes a designar como mandatario a alguien con parentesco en segundo grado de consanguinidad con el agente y que habitualmente se ubicaba, en un rol indeterminado, en las mismas oficinas de Asvalores, pudiera ser visto como una conducta compatible con la buena fe.

Para la Sala resulta manifiesto, entonces, que el investigado inobservó la prohibición contenida en el artículo 38.10 del Reglamento de AMV y lo declarará disciplinariamente responsable por ello.

#### **4.6. El señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra faltó a los deberes generales de lealtad y profesionalismo que le eran exigibles respecto de los clientes AAAA, BBBB, CCCC y DDDD**

##### **4.6.1. Aproximación conceptual a los deberes generales de conducta, particularmente a los de lealtad y profesionalismo**

En el ámbito de la intermediación de valores las normas de conducta basadas en principios orientadores de mercado tienen el carácter de normas de derecho sustancial

---

<sup>53</sup> "**Artículo 38.10. Partes relacionadas como clientes.** Las personas naturales vinculadas no podrán tener como clientes o contrapartes a sus partes relacionadas, sea que éstos estén actuando a nombre propio o en representación de un tercero. En todo caso, deberán revelar a la entidad cuando tales partes relacionadas sean clientes de la entidad asignados a otro funcionario de la misma, en productos propios de la actividad de intermediación de valores" (original sin subrayas).

en aquellos eventos en los cuales, por sí mismos, poseen la idoneidad para crear, modificar o extinguir relaciones jurídicas concretas<sup>54</sup>.

Tales principios, en esencia, recogen las buenas prácticas y mejores estándares para elevar el profesionalismo del mercado. Se trata pues de normas materiales, sustentadas en el fondo en conceptos como la lealtad, la buena fe, la transparencia, la probidad, el profesionalismo, la seriedad, la idoneidad de los operadores en sus relaciones con los clientes y otros agentes del mercado, que devienen en normas de conducta específica y cuyo incumplimiento amerita un reproche disciplinario de la autoridad de autorregulación.

La posibilidad de formular una censura disciplinaria a un intermediario de valores por cuenta de su eventual transgresión a normas de conducta basadas en principios orientadores del mercado se presenta de este modo como un factor diferenciador de la función disciplinaria del Autorregulador.

La utilización de principios, en su función integradora y creadora del derecho, es indiscutible. Su aplicación directa como parámetro de las relaciones jurídicas en el derecho privado también es innegable<sup>55</sup> y su utilización en el derecho disciplinario es impostergable, pues lo cierto es que en este último ámbito no sólo pueden verse transgredidas reglas positivas, sino que también es factible la infracción a los fundamentos que a ellas subyacen, ya sea porque dejan de aplicarse, bien porque se hacen operar indebidamente, o porque se interpretan de manera errónea. Ello es aún más evidente en terrenos como el del mercado de valores, en los que la regulación formal no necesariamente anda al mismo ritmo de las realidades del mercado y, por ello, debe echarse mano de esas reglas materiales que resultan ser el resultado de la decantación, el consenso<sup>56</sup> y el refinamiento de los usos y prácticas de los negocios entre sus distintos

---

<sup>54</sup> La aplicación directa de los principios y su reconocimiento como norma de derecho sustancial, ha sido incluso reconocida en escenarios jurídicos tan formalistas como el recurso de casación civil. Así, por ejemplo, en sentencia del 7 de octubre de 2009, con ponencia del magistrado Edgardo Villamil Portilla, esa Alta Corporación admitió que "(...) los principios, como parte fundamental del ordenamiento jurídico pueden operar y, de hecho, se han admitido como norma de derecho sustancial cuya violación es susceptible de ser acusada a través del recurso extraordinario de casación".

<sup>55</sup> A manera de ejemplo, extendiendo el horizonte de análisis, en el Derecho de los negocios internacionales, los Principios de UNIDROIT tienen como objeto ser un conjunto de reglas que puedan ser utilizadas con independencia de los diversos sistemas jurídicos y económicos existentes. La respuesta a la pregunta de cuál puede ser la fuente de su obligatoriedad se encuentra en la autonomía de la voluntad de las partes (de hecho, en el ámbito del comercio internacional, bajo dicha autonomía pueden las partes en un contrato escoger a los principios como la "ley del contrato"). Los principios también aplicarán entonces de manera directa en las relaciones jurídicas. De hecho, como lo destaca Oviedo Albán en su obra "Aplicaciones de los principios de Unidroit a los contratos comerciales internacionales", "(...) varios tribunales internacionales los han encontrado aplicables a los contratos por el simple hecho de constituir principios generales de los contratos del comercio internacional reconocidos en diversos sistemas jurídicos del mundo" y lo han hecho sin que haya mediado pacto entre las partes concernidas en la relación jurídica. Plantea dicho autor la posibilidad de que, incluso, en los tribunales de arbitramento internacionales, puedan los árbitros acudir a los Principios para fallar conforme a ellos, atendiendo a que no están obligados a basar su decisión en una ley doméstica particular.

<sup>56</sup> Solo para abundar, en el ámbito del Derecho Privado, la violación de los principios y deberes generales de comportamiento posibilita el Derecho de Acción y genera la obligación de reparar los perjuicios cometidos por quien los incumple, bajo el concepto de culpa in contrahendo.

El principio de la buena fe, por ejemplo, actúa como regla de conducta, que orienta la actuación ideal del sujeto. Luis Díez-Picazo, citado por Oviedo Albán en su obra "*La formación del contrato. Tratos preliminares, oferta, aceptación*" (Editorial Temis, 2008) afirma que "*la buena fe es un criterio objetivo que (...) no solo funciona como un canon hermenéutico, sino también como una fuente de integración del contenido normativo del contrato (...) En el artículo 1258 del C.C la buena fe está situada en el mismo plano y equiparada a la ley y a los usos normativos, como normas dispositivas o supletorias del negocio jurídico*". La buena fe es entonces considerada como un estándar de comportamiento obligatorio. Los principios orientadores del mercado también participan de esa misma característica.

De igual modo, Solarte Rodríguez, en su texto "*La Buena fe contractual y los deberes secundarios de conducta*". (Contratos, Tomo III. Grupo Editorial Ibáñez) expresa que la importancia de la buena fe es hoy en día de tal magnitud que ella es la base de un Principio General de Derecho, que incluso se ha llegado a calificar por la doctrina como "*supremo*" y "*absoluto*", con una trascendencia tal que codificaciones de vanguardia como el Código Civil alemán,



operadores, quienes a su vez, por la práctica cotidiana, no sólo las identifican, sino que entienden su dimensión, su alcance, su contexto y razón de ser y por ello asumen como necesaria su aplicación y el reproche a su desatención<sup>57</sup>.

El Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, reconociendo esa realidad, habilita en el artículo 36.1 de su Reglamento la eventual imposición de sanciones disciplinarias, por la desatención de esos principios<sup>58</sup> dando lugar, particularmente, a la eventual sanción derivada de proceder que defrauden los estándares exigibles de prudencia y diligencia, transparencia, honestidad, **lealtad**, claridad, precisión, probidad comercial, seriedad, cumplimiento, imparcialidad, idoneidad y **profesionalismo**.

El deber general de lealtad, consagrado en los artículos 7.3.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 y 36.1 del Reglamento de AMV, ha sido definido por el Tribunal Disciplinario de AMV como la obligación que tienen los intermediarios de obrar simultáneamente de manera íntegra, franca, fiel y objetiva, con relación a todas las personas que intervienen de cualquier manera en el mercado y, sea dicho de paso, no está ligado intrínsecamente a los conflictos de interés.

Igualmente, el Tribunal ha expresado<sup>59</sup> que el principio de lealtad es susceptible de ser objetivado, no sólo por la finalidad perseguida con el mismo, sino por la obligación de todo aquel que intermedia en el mercado de valores, de conducir los negocios bajo el cumplimiento de lo que exigen las leyes de la fidelidad y las del honor y hombría de bien o lo que es lo mismo, bajo la legalidad, verdad y realidad, constituyéndose de esta forma en un modelo de conducta o de comportamiento que corresponde al parámetro que deben observar los agentes del mercado.

De otro lado, el deber de profesionalismo demanda del intermediario una experiencia en el ejercicio de sus funciones y en la forma como adelanta su actividad, pues es esa característica, su práctica, destreza, idoneidad, habilidad, pericia y conocimiento del mercado de valores lo que le permite desempeñar correcta y cabalmente las funciones de promoción e intermediación en nombre y representación de la sociedad comisionista a la que se encuentre vinculado.

#### **4.6.2. Análisis del caso concreto**

En el presente caso, además de los cargos alusivos a la infracción de los deberes especiales de asesoría e información, el procesamiento de órdenes incompletas y el desconocimiento de la prohibición de tener a partes relacionadas como clientes, AMV imputó al investigado la presunta trasgresión de los deberes generales de lealtad y profesionalismo frente a 4 inversionistas.

---

han instalado el principio de la buena fe en la cúspide del derecho de las obligaciones. Así mismo, se debe destacar que los denominados "*deberes secundarios de conducta*" (inspirados en esencia en los principios generales del Derecho), son utilizados como ejes del sistema de obligaciones en la regulación de los contratos internacionales y en los proyectos de armonización legislativa europeos en dicha materia.

<sup>57</sup> IOSCO, en su Principio 6 sostiene que "la autorregulación puede requerir la observancia de normas éticas, que vayan más allá de la regulación gubernamental".

<sup>58</sup> Y el Estado, representado aquí en la Superintendencia Financiera de Colombia, acoge implícitamente esa posibilidad, al aprobar dicho Reglamento mediante acto administrativo, en el cual bien hubiera podido advertir sobre la imposibilidad de sancionar por el desconocimiento de dichos principios ordenadores del mercado, en caso de encontrarlo ilegal, improcedente o inconveniente.

<sup>59</sup> Resolución 3 del 31 de julio de 2012, proferida por la Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario de AMV.

El Instructor no estructuró esta conducta con base en elementos argumentativos ni probatorios independientes a los expuestos previamente, sino que hizo depender su ocurrencia a la comprobación de los demás cargos endilgado al inculpado.

En criterio de AMV, entonces, la trasgresión de las normas relacionadas con la asesoría, la información, el procesamiento de órdenes incompletas y la interacción con partes relacionadas conllevó, de suyo, el incumplimiento de los deberes de lealtad y profesionalismo exigibles al señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra.

Para la Sala, el comportamiento del investigado fue desleal, porque se alejó del modelo de conducta que debía observar en su calidad de sujeto de autorregulación. Adicionalmente, tampoco satisfizo el estándar de profesionalismo que sus clientes esperaban, toda vez que no obró conforme con la experiencia que dijo ostentar en el mercado, ni desempeñó correctamente las funciones de promoción e intermediación de valores en tanto que sometió a sus clientes a niveles excesivos de endeudamiento operando en volúmenes inusitados de operaciones pasivas, exponiendo a los clientes a la pérdida de sus recursos, como en efecto ocurrió.

Así mismo, llama mucho la atención de la Sala el significativo aumento de operaciones pasivas en las que los inversionistas, por intermedio de su promotor de negocios, se vieron expuestos, de forma inopinada e inédita.

Sobre el particular, en efecto, el estudio del expediente demuestra que los clientes **AAAA**, **BBBB** y **CCCC** iniciaron una senda de operaciones de reporto pasivas precisamente cuando el investigado se hizo responsable de la gestión de sus portafolios. El monto máximo de este tipo de negocios, y por consiguiente del endeudamiento que éstos adquirieron, ascendió a \$1.385 millones y tuvo lugar el 16 de noviembre de 2011, como ilustra el siguiente cuadro:

Cuadro 5

MONTO MÁXIMO CONSOLIDADO DE REPOS PASIVOS						
FECHA DE CORTE	FECHA DE CUMPLIMIENTO	NEMO	CANTIDAD (aprox)	MONTO (aprox)	CUENTE	MONTO REGRESO
16/11/2011	17/11/2011	IIII	5 mil	\$122 millones	<b>BBBB</b>	\$122 millones
16/11/2011	17/11/2011	IIII	5 mil	\$122 millones	<b>BBBB</b>	\$122 millones
16/11/2011	17/11/2011	IIII	5 mil	\$134 millones	<b>BBBB</b>	\$134 millones
16/11/2011	17/11/2011	IIII	4 mil	\$120 millones	<b>BBBB</b>	\$120 millones
16/11/2011	17/11/2011	IIII	7 mil	\$200 millones	<b>AAAA</b>	\$200 millones
16/11/2011	17/11/2011	IIII	8 mil	\$215 millones	<b>AAAA</b>	\$215 millones
16/11/2011	30/11/2011	JJJJ	100 mil	\$90 millones	<b>AAAA</b>	\$90 millones
16/11/2011	17/11/2011	IIII	8 mil	\$215 millones	<b>CCCC</b>	\$215 millones
16/11/2011	19/11/2011	IIII	6 mil	\$170 millones	<b>CCCC</b>	\$170 millones
<b>TOTAL</b>						<b>\$1390 millones</b>

En el mismo sentido, la Sala también destaca el incremento manifiesto del monto de endeudamiento que los inversionistas sufrieron por cuenta de operaciones simultáneas pasivas estructuradas por el investigado. Por vía de este tipo de transacciones los inversionistas adquirieron un endeudamiento que llegó a superar, el 4 de octubre de 2010, los \$19.000 millones, suma que resulta abiertamente desproporcionada en comparación con el monto de recursos que aportaron y que, a la postre, perdieron, calculada en \$1000 millones (ver cuadro 4). La desproporción es más notoria si se recuerda que los inversionistas aceptaron permanecer con Asvalores bajo la motivación que les vendieron de que así podrían recuperar \$200 millones que habían perdido cuando estuvieron encomendados a **FFFF**.

Al respecto, esta investigación disciplinaria evidencia que durante 50 días del periodo en que el señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra fungió como promotor de **AAAA** y de la

familia **ABCD**, se ejecutaron operaciones pasivas cuyo valor diario superó los \$10.000 millones, como se relaciona a continuación:

Cuadro 6

SIMULTÁNEAS Y REPOS PASIVOS	
FECHA	TOTAL POSICIONES PASIVAS (aprox)
21/09/2010	\$ 10 mil millones
24/09/2010	\$ 11 mil millones
27/09/2010	\$ 10 mil millones
28/09/2010	\$ 12 mil millones
29/09/2010	\$ 15 mil millones
30/09/2010	\$ 17 mil millones
01/10/2010	\$ 17 mil millones
04/10/2010	\$ 19 mil millones
05/10/2010	\$ 18 mil millones
06/10/2010	\$ 13 mil millones
12/10/2010	\$ 10 mil millones
19/10/2010	\$ 10 mil millones
20/10/2010	\$ 10 mil millones
21/10/2010	\$ 11 mil millones
22/10/2010	\$ 10 mil millones
25/10/2010	\$ 10 mil millones
26/10/2010	\$ 11 mil millones
27/10/2010	\$ 12 mil millones
28/10/2010	\$ 13 mil millones
29/10/2010	\$ 13 mil millones
02/11/2010	\$ 10 mil millones
03/11/2010	\$ 10 mil millones
04/11/2010	\$ 12 mil millones
08/11/2010	\$ 11 mil millones
09/11/2010	\$ 11 mil millones
10/11/2010	\$ 16 mil millones
11/11/2010	\$ 18 mil millones
16/11/2010	\$ 10 mil millones
17/11/2010	\$ 12 mil millones
18/11/2010	\$ 11 mil millones
23/11/2010	\$ 12 mil millones
24/11/2010	\$ 10 mil millones
25/11/2010	\$ 12 mil millones
26/11/2010	\$ 14 mil millones
29/11/2010	\$ 14 mil millones
02/12/2010	\$ 13 mil millones
03/12/2010	\$ 12 mil millones
06/12/2010	\$ 11 mil millones
07/12/2010	\$ 14 mil millones
09/12/2010	\$ 16 mil millones
10/12/2010	\$ 15 mil millones
13/12/2010	\$ 11 mil millones
14/12/2010	\$ 11 mil millones

Posiciones pasivas consolidadas entre el 21/09/2010 y el 14/12/2010

Para la Sala, este aumento notorio de los montos de endeudamiento, que posiblemente se explica en la búsqueda de liquidez para objetivos no del todo esclarecidos en esta investigación, no guardó armonía con las necesidades de inversión de los clientes, ni con sus perfiles de riesgo (3 de ellos, se insiste, fueron clasificados como *clientes inversionistas*), ni con los dineros que pusieron a disposición del investigado y debe ser valorado por la Sala, en consecuencia, como un elemento de juicio más que demuestra que el investigado faltó a su deber de profesionalismo.

Otro elemento que construye con claridad este cargo es el haber recomendado el investigado a los clientes que designaran al hermano de aquél para que fungiera como su apoderado en el rol específico de ordenante. Al margen de violar la prohibición expresa ya analizada, esta acción en sí misma es incompatible con los deberes generales de conducta de lealtad y profesionalismo que deben cumplir todos los agentes del mercado.

Por lo demás, esta instancia estima que la estructuración del cargo alusivo a la infracción de la lealtad y el profesionalismo como infracciones *complementarias* o *derivadas* de otras, resulta acorde con las facultades de instrucción de AMV, no obra en desmedro de los requisitos estructurales que debe reunir el pliego de cargos ni desdice, en general, de la solidez de su imputación.

En efecto, en consideración de esta Sala los efectos del actuar del investigado en relación con los clientes 4 clientes precitados afectaron primordialmente la normativa alusiva a los deberes especiales de asesoría e información, así como la que tiene que ver con la completitud de las órdenes y los conflictos de interés; pero también repercutieron de manera concreta en la violación de los deberes generales que debía acatar.

En conclusión, para esta instancia el comportamiento del señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra implicó la violación de normas de contenido específico pero, además, de una disposición de orden general (el artículo 36.1 del Reglamento de AMV), que surge en este caso como complementaria.

## V. CONCLUSIONES FINALES

La Sala encontró suficientes elementos de juicio que comprometen la responsabilidad disciplinaria del investigado, pues está plenamente acreditado que quebrantó el deber especial de asesoría frente a los clientes **BBBB**, **CCCC** y **DDDD**; inobservó el deber especial de información respecto del inversionista **AAAA**; procesó 457 órdenes incompletas y celebró de manera inconsulta 7 operaciones de intermediación por cuenta de éste; tuvo como ordenante de sus clientes a su hermano, **HHHH**; y trasgredió complementariamente los deberes generales de lealtad y profesionalismo que le eran exigibles en el manejo de las cuentas de los inversionistas mencionados.

La Sala insiste en que las infracciones probadas afectan de manera importante la confianza del público en el mercado de valores, pues los clientes suponen y esperan que sus recursos se preserven y que el mandato conferido se ejecute según sus instrucciones y no de manera inconsulta y discrecional por parte de la comisionista o de las personas naturales vinculadas a ella.

La relevancia de las conductas reprochadas debe generar una respuesta disciplinaria correctiva, disuasoria y proporcional a los hechos nocivos que les 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 mercado y el contrato de comisión.

Por lo tanto, luego de ponderar discrecional, pero motivadamente, todas estas circunstancias, según el juicio y valoración que exige el artículo 85 del Reglamento de AMV y con arreglo a los principios de proporcionalidad y efecto disuasorio que prevé el

artículo 80 *ibídem*, esta Sala de Decisión impondrá al señor Juan Carlos Cárdenas Fonnegra las sanciones de expulsión del mercado y multa de 200 salarios mínimos legales mensuales vigentes.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Decisión No. "5", integrada por la doctora Stella Sofía Vanegas Morales (Presidente), Hernán Alonso Alzate Arias y Antonio José Núñez Trujillo, de conformidad con lo dispuesto en el Acta 329 del 24 de noviembre de 2015 del Libro de Actas de las Salas de Decisión, por unanimidad,

### RESUELVE

**ARTÍCULO PRIMERO:** Imponer al señor **JUAN CARLOS CÁRDENAS FONNEGRA** las sanciones de **EXPULSIÓN** del mercado de valores y **MULTA** de **DOSCIENTOS (200) SALARIOS MÍNIMOS LEGALES MENSUALES VIGENTES**, en los términos de los artículos 82 y 84 del Reglamento de AMV.

**ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR** al señor **JUAN CARLOS CÁRDENAS FONNEGRA** 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** al señor **JUAN CARLOS CÁRDENAS FONNEGRA** 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, 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** a las partes que contra la presente Resolución sólo procede el recurso de apelación ante la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario, dentro de los ocho (8) días hábiles siguientes a la notificación de la decisión, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 87 del Reglamento de AMV.

**ARTÍCULO QUINTO: INFORMAR**, en cumplimiento de lo establecido por el artículo 29 de la ley 964 de 2005 y el artículo 11.4.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010, a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre la decisión adoptada una vez ésta se encuentre en firme.

### NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE

**STELLA SOFÍA VANEGAS MORALES**  
**PRESIDENTE**

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