

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

**TRIBUNAL DISCIPLINARIO**

**SALA DE REVISIÓN**

**Resolución No. 1**

**Bogotá, D.C, cuatro (4) de marzo de 2016**

**NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: 02-2014-359**  
**INVESTIGADO: BTG PACTUAL S.A. COMISIONISTA DE BOLSA**  
**RESOLUCIÓN: SEGUNDA INSTANCIA**

La Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario, en ejercicio de sus atribuciones legales, reglamentarias y estatutarias, plasma la determinación tomada en sesión del 17 de febrero de 2016, mediante la cual se desató el recurso de apelación interpuesto por BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa (en adelante BTG), contra la Resolución No. 3 del 18 de marzo de 2015, proferida por la Sala de Decisión "2" para clausurar, en primera instancia, el asunto de la referencia.

**1. ANTECEDENTES**

El 14 de noviembre de 2014, el Gerente de Investigación y Disciplina 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 institucionales a BTG<sup>1</sup>, bajo la consideración preliminar de que la compañía investigada habría vulnerado el numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, adicionado por el Decreto 2878 de 2013<sup>2</sup>, vigente para la época de ocurrencia de los hechos.

---

<sup>1</sup> Folios 2 a 8 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>2</sup> **"Artículo 2.36.3.3.2. Limitaciones a las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores celebradas por cuenta de terceros.** Los intermediarios de valores que celebren operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores por cuenta de los terceros definidos en el numeral 1 del artículo 2.36.3.3.1 del presente Decreto, en los sistemas de negociación de valores, en los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores, en las bolsas de valores o en el mercado mostrador para ser registradas en sistemas de registro de operaciones sobre valores, no podrán tener compromisos que superen los siguientes límites:

[...]

**3.- Límite máximo por cuenta de un mismo tercero.** No se podrán mantener por cuenta de un mismo tercero compromisos que sumados superen el 30% del patrimonio técnico, calculado de conformidad con el parágrafo 2 del presente artículo.

[...]

Parágrafo 1.- En el caso de presentarse el incumplimiento de alguno de los límites establecidos en el presente artículo, el intermediario de valores deberá suspender de manera inmediata, la realización de nuevas operaciones por cuenta de terceros y remitir dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a la fecha del incumplimiento un informe donde se consagre el plan de ajuste para reestablecer los límites y las medidas adoptadas para evitar que se presenten nuevos incumplimientos. Éste deberá ser enviado con fines informativos a las bolsas de valores, sistemas de negociación de valores, sistemas de registro de operaciones sobre valores y sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores según sea el caso. Así mismo, deberá ser remitido a los organismos de

La sociedad investigada presentó las explicaciones requeridas, el 2 de diciembre de 2014<sup>3</sup>.

Por considerar que las explicaciones no fueron satisfactorias, AMV formuló pliego de cargos el 17 de diciembre de 2014<sup>4</sup>. La investigada se pronunció el 6 de enero de 2015<sup>5</sup> y adjuntó pruebas al proceso, de las cuales se corrió traslado al Instructor.

El 17 de febrero de 2015 tuvo lugar la audiencia de que trata el artículo 75 del Reglamento de AMV, solicitada por la sociedad investigada<sup>6</sup>.

El 18 de marzo de 2015, la Sala de Decisión "2" del Tribunal Disciplinario puso fin a la primera instancia en el proceso. El 7 de abril de 2015, BTG interpuso recurso de apelación contra dicha decisión<sup>7</sup>, del cual se surtió el traslado reglamentario<sup>8</sup>.

## 2. SÍNTESIS DE LA IMPUTACIÓN

AMV imputó a BTG, en su condición de miembro autorregulado, la conducta de exceso en el límite máximo de compromisos en operaciones simultáneas por cuenta de un mismo tercero.

Explicó que, en desarrollo de sus funciones de monitoreo, evidenció que entre el 16 y el 20 de junio de 2014 BTG superó el porcentaje permitido en operaciones simultáneas activas por cuenta del cliente **AAAA** en relación con el patrimonio técnico con fecha de corte 30 de abril de 2014, tal como se observa en el siguiente cuadro:

FECHA	NIT	Detalle Afiliado	SCB	Simultaneas Renta Fija	PT (30-abr-2014)	Limite 30% PT	Nivel de Utilización del Límite 30% Patrimonio Técnico	Valor del Exceso
16/06/2014	1234	AAAA	BBBB	33,741,644,211	51,021,560,838	15,306,468,251	120.44%	18,435,175,960
17/06/2014	1234	AAAA	BBBB	20,764,885,540	51,021,560,838	15,306,468,251	35.66%	5,458,417,289
18/06/2014	1234	AAAA	BBBB	20,764,885,540	51,021,560,838	15,306,468,251	35.66%	5,458,417,289
19/06/2014	1234	AAAA	BBBB	20,735,069,150	51,021,560,838	15,306,468,251	35.47%	5,428,600,899
20/06/2014	1234	AAAA	BBBB	20,735,069,150	51,021,560,838	15,306,468,251	35.47%	5,428,600,899

Al verificar el cumplimiento de los requisitos consagrados en el párrafo 1 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, el Instructor encontró que BTG no remitió, dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a la fecha del incumplimiento, el informe donde se consagrara el plan de ajuste para reestablecer los límites y las medidas adoptadas para evitar que en el futuro se presentaran nuevos excesos.

*autorregulación y a la Superintendencia Financiera de Colombia, sin perjuicio de las sanciones a que haya lugar por razón de dicho incumplimiento.*

*Para efectos de lo establecido en el presente párrafo, las renovaciones de las operaciones por cuenta de ternereros no se considerarán nuevas operaciones"*

<sup>3</sup> Folios 9 a 28 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>4</sup> Folios 81 a 88 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>5</sup> Folios 91 a 105 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>6</sup> Folio 132 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>7</sup> Folios 157 a 168 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>8</sup> El pronunciamiento de AMV obra a folios 170 a 172 de la carpeta de actuaciones finales.

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

En su escrito de explicaciones y de descargos la investigada planteó que las operaciones simultáneas activas no computaban para efectos del mencionado límite y que, por ende, no había excedido los límites prudenciales.

Al respecto, manifestó que en el documento "REFORMA NORMATIVA: GARANTÍAS Y LÍMITES EN OPERACIONES REPO, SIMULTÁNEAS Y TTV", elaborado con ocasión de la expedición del Decreto 2878 de 2013, se indicó que el propósito fundamental de la nueva normativa era limitar el apalancamiento por parte de terceros que acceden al mercado a través de los intermediarios de valores, y dado que en las operaciones simultáneas es el inversionista pasivo, es decir el enajenante inicial, el que se apalanca, los miembros autorregulados entendieron que los límites introducidos al ordenamiento jurídico a través de dicho Decreto estaban referidos únicamente a los "compromisos de recompra", tal como lo establecía previamente el artículo 3.3.6.1 de la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia. Indicó que el citado Decreto no contempló expresamente que se debían tener en cuenta los compromisos activos y pasivos, sino que estableció de manera general que los intermediarios de valores no podían tener "compromisos" por cuenta de terceros que superaran el 30% de su patrimonio técnico.

Expresó que, en su criterio, ante las dudas que existían en el mercado respecto de la aplicación de dicha disposición normativa, el 24 de septiembre de 2014 el Autorregulador decidió aclarar la forma en que se debían computar los límites, para lo cual expidió la Carta Circular No. 55, en la cual indicó que para tal fin los intermediarios debían "*tener en cuenta tanto las operaciones en las cuales el tercero actúa como adquirente (operaciones activas), como aquellas en las cuales éste actúa como enajenante (operaciones pasivas)*".

En ese sentido, consideró que la expedición de la citada Carta Circular por parte de AMV implicaba reconocer que el artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010 no era claro y que los intermediarios podían haber incurrido en un error en su interpretación, por lo tanto, de haber sido consecuente con sus actos el Autorregulador no habría iniciado una investigación disciplinaria contra BTG con fundamento en una norma que, para la época de los hechos investigados, requería ser aclarada; no obstante, al haber dado trámite a esta actuación, AMV, además de dar aplicación retroactiva a la citada Carta Circular, desconoció el postulado de la buena fe y el principio general del derecho que prohíbe actuar en contra de los actos propios.

### **4. SÍNTESIS DE LA DECISIÓN DE PRIMERA INSTANCIA**

La Sala encontró probado que la sociedad investigada excedió el límite consagrado en el numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, entre el 16 y el 20 de junio de 2014, desestimando el planteamiento de la defensa según el

cual el incumplimiento se originó en una discrepancia interpretativa de la norma violada, por las siguientes consideraciones:

- El artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010 únicamente excluyó del cómputo del límite las operaciones efectuadas por cuenta de: (i) el adquirente en las operaciones repo y de transferencias temporal de valores cuando los valores solo pueden ser transferidos al vencimiento de la transacción, (ii) un fondo de inversión colectivo que no realice operaciones apalancadas y (iii) un fondo de pensiones administrado por una sociedad administradora de fondos de pensiones, excepciones todas que, en virtud del principio de obligatoriedad del ordenamiento jurídico, no pueden ser aplicadas por analogía a otras situaciones similares, como lo pretende la defensa.
- En las operaciones simultáneas los valores objeto de la negociación no pueden ser inmovilizados por las partes, lo que conlleva a que ambos inversionistas, tanto el activo, como el pasivo, estén expuestos al riesgo de contraparte, en la medida que los recursos o los títulos podrían no ser devueltos al vencimiento del plazo acordado. Esa circunstancia justifica que para determinar el cumplimiento del límite por cuenta de terceros sea necesario tener en cuenta las operaciones simultáneas activas y pasivas.
- La Carta Circular No. 55 del 24 de septiembre de 2014 no modificó, ni adicionó, la forma en que deben computarse las operaciones simultáneas para efectos del límite máximo de compromisos por cuenta de terceros, de manera que no es dable aseverar que antes de la fecha mencionada no era necesario sumar las negociaciones simultáneas activas y pasivas para determinar el cumplimiento del límite, como tampoco que AMV pretendió darle efectos retroactivos a la citada Carta Circular, pues el pliego de cargos se fundamentó, no en el incumplimiento de ésta, sino en la inobservancia del numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único.

En ese sentido, la sociedad investigada debió adecuar sus sistemas de control dentro de los seis meses que estableció el Decreto 2878 de 2013 para controlar también los compromisos en operaciones simultáneas activas adquiridos por cuenta de terceros, y, en caso de duda, debió solicitar una aclaración al Gobierno Nacional para tener la certeza de no estar vulnerando la norma, y no esperar a que AMV, a través de una Carta Circular, recordara a los intermediarios el cumplimiento de los límites en compromisos por cuenta de terceros.

De otra parte, la Sala de Decisión precisó que, de conformidad con la jurisprudencia de la Corte Constitucional, la doctrina del respeto por los actos propios requiere de tres condiciones, a saber; (i) una conducta jurídicamente anterior, relevante y eficaz de la autoridad, (ii) el ejercicio de una facultad o derecho subjetivo por parte de la misma persona o centro de interés que crea la situación litigiosa debido a la contradicción de sus conductas y (iii) la identidad del sujeto o centros de interés que se vinculan en ambas conductas. En el caso sub lite, el a quo echó de menos la existencia de una conducta anterior que hubiera suscitado en la investigada una confianza tal que la llevara a la convicción de que las operaciones simultáneas activas no debían computarse para el límite del 30% por cuenta de terceros, y recordó que existe una disposición normativa expresa que

no contempla esa situación dentro de las circunstancias de excepción del límite correspondiente.

## **5. RECURSO DE APELACIÓN INTERPUESTO POR BTG PACTUAL S.A.**

El 7 de abril de 2015 la sociedad investigada recurrió la resolución de primera instancia, solicitando que fuera revocada. Como fundamento de su petición, la firma disciplinada adujo los siguientes argumentos:

### **5.1. Antecedentes**

La Bolsa de Valores de Colombia, desde su creación, estableció, en el artículo 3.11.4 de su Circular Única, los compromisos máximos de operaciones de venta con pacto de recompra y a plazo que podía tener una sociedad comisionista, los cuales estuvieron referidos siempre a "compromisos de recompra"; sin embargo, en el año 2013 el Gobierno Nacional decidió asumir la reglamentación de dichos límites, para lo cual expidió el Decreto 2878, cuyo propósito fundamental, según consta en la exposición de motivos del 31 de octubre de 2013, es "*limitar el apalancamiento por parte de los terceros que acceden al mercado a través de los intermediarios de valores*".

Teniendo en cuenta dicha finalidad, BTG mantuvo los controles referidos a los compromisos de recompra, en la medida en que interpretó que el Decreto 2878 de 2013 no había establecido modificaciones respecto de lo previsto en la Circular Única de la Bolsa; no obstante, con ocasión de la solicitud de información efectuada por AMV el 31 de julio de 2014, BTG sostuvo algunas conversaciones con funcionarios del Autorregulador en las que hizo saber su interpretación de la norma y solicitó su aclaración, tal como lo hicieron, aparentemente, otros intermediarios. En ese sentido, el 24 de septiembre de 2014 AMV expidió la Carta Circular No. 55 a través de la cual impartió instrucciones a los miembros autorregulados para la remisión de información sobre los límites de que trata el artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único, e instruyó para que en el cómputo de éstos se tuvieran en cuenta tanto las operaciones simultáneas activas, como pasivas.

### **5.2. Violación del debido proceso**

Los planteamientos aducidos por la defensa para explicar por qué no se configuró una violación del numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010 no son una simple "*discrepancia interpretativa no comprobada*", como lo afirmó la Sala de Decisión en la resolución apelada, pues BTG siempre tuvo la convicción de que la expresión "compromisos" de la citada norma se refería únicamente a las operaciones de recompra, con base en lo cual realizó los ajustes correspondientes. Adicionalmente, entre AMV y BTG se llevaron a cabo varias reuniones y conversaciones sobre la interpretación divergente de esta disposición normativa, para cuya comprobación dentro de la actuación disciplinaria solicitó la práctica de varios testimonios que fueron negados por AMV, decisión que constituye una violación del debido proceso, como también lo es la ausencia de pronunciamiento

de la Sala de Decisión sobre el debate interpretativo de la norma presuntamente violada.

A su juicio, también se atentó contra la mencionada garantía al sancionar a BTG por el incumplimiento de una norma que contiene una ambigüedad de orden interpretativo, porque si bien el numeral del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010 no excluye los compromisos de las operaciones simultáneas activas para efectos del límite del 30%, tampoco los incluía de forma expresa, de manera que debió aplicarse la interpretación más favorable.

### **5.3. Carta Circular No. 55 del 24 septiembre de 2014**

Según la inculpada, AMV expidió esta Carta Circular porque el numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, adicionado por el Decreto 2878 de 2013, no era claro, al punto que varios intermediarios lo habían interpretado conforme al entendimiento que tenía BTG y a lo expresado por el Gobierno Nacional en el documento "REFORMA NORMATIVA: GARANTÍAS Y LIMITES EN OPERACIONES REPO, SIMULTÁNEAS Y TTV", y porque era necesario que el mercado tuviera certeza de las obligaciones que debía cumplir en virtud de la citada disposición. En consecuencia, dada la falta de claridad de la norma presuntamente violada, AMV no podía sancionar a la sociedad investigada con fundamento en ésta.

### **5.4. La doctrina del respeto a los actos propios**

Contrario a lo manifestado por el a quo, los elementos de la teoría de los actos propios, en su criterio, sí se encuentran acreditados en este caso, a saber:

(i) Conducta jurídicamente anterior, relevante y eficaz. Pues, luego de debatir con BTG y otros intermediarios sobre la interpretación del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, AMV entendió que esta disposición no era clara y procedió a expedir la Carta Circular No. 55 de 2014. Por lo tanto, la conducta jurídicamente anterior, relevante y eficaz no se configuraba por *"haber suscitado en la investigada una confianza tal que le creara la convicción de que las operaciones simultáneas activas no debían computarse para el establecimiento de los límites", sino [por] haber comprendido que en la pretendida infracción yacía de base una interpretación diferente y suficientemente motivada"*.

(ii) Ejercicio de una facultad o derecho subjetivo por la misma persona que crea la situación litigiosa. Ya que, a pesar de conocer los antecedentes de la interpretación de la norma presuntamente violada, AMV resolvió solicitar explicaciones a BTG por el presunto exceso de los límites en las operaciones celebradas entre el 16 y el 20 de junio de 2014, por cuenta del cliente **AAAA**.

(iii) Los sujetos o centros de interés que se vinculan en ambas conductas son AMV y BTG.

De acuerdo con lo anterior, al haber iniciado la presente investigación disciplinaria, AMV faltó al postulado constitucional de la buena fe y el respeto por los actos propios.

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

De conformidad con lo establecido en el artículo 87 del Reglamento de AMV, el 20 de abril de 2015 el Instructor se pronunció frente a los planteamientos aducidos por BTG en el recurso de apelación, solicitando que se confirme la decisión recurrida, con fundamento en los siguientes argumentos:

**6.1.** La resolución impugnada no se encuentra afectada por presuntas violaciones al debido proceso, pues la discrepancia interpretativa aducida por BTG respecto del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único no tiene la vocación de liberar a dicha sociedad de la responsabilidad disciplinaria por la infracción endilgada, en la medida que: (i) la disposición normativa infringida se encontraba vigente para la época de los hechos; (ii) el supuesto fáctico de la interpretación de BTG no figura en la lista de exclusiones del parágrafo 4 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único; (iii) el error en el entendimiento de una norma no es una causal eximente de responsabilidad disciplinaria por las conductas que se estructuran en el simple desconocimiento éstas, y (iv) para la época de los hechos se encontraba vigente la norma que se imputó violada, sin que existiera otra norma en tránsito.

**6.2.** La Carta Circular No. 55 de 2014 no es un acto que introduzca al ordenamiento jurídico el límite para operaciones simultáneas activas y pasivas, por lo que mal puede el apelante pedir su inaplicación. Además, la "*circularización de disposiciones normativas*" para garantizar su cabal cumplimiento no puede considerarse como una ampliación del sentido o alcance de la respectiva norma. En todo caso, el propósito de la mencionada Carta Circular no era aclarar la disposición que se imputó violada, sino solicitar, en desarrollo de la misma, la remisión de información.

**6.3.** Las consideraciones expuestas por la Sala de Decisión para negar la aplicación de la doctrina del respeto por los actos propios están debidamente fundamentadas, y en lo que respecta a la primera condición para la procedencia de dicha teoría, es decir una conducta jurídicamente anterior, relevante y eficaz, ésta debe provenir de personas autorizadas, lo cual no ocurrió en este caso porque en las conversaciones telefónicas sostenidas con BTG no participó un vocero con capacidad de obligar a AMV, y los interlocutores tampoco le concedieron en ningún momento la razón a la firma investigada.

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

### **7.1. CONSIDERACIONES PRELIMINARES. COMPETENCIA DE LA SALA DE REVISIÓN**

De acuerdo con lo establecido en el numeral 1º del artículo 98 del Reglamento de AMV, es función de la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario resolver los recursos

de apelación interpuestos contra las decisiones de primera instancia, de donde surge su competencia para pronunciarse en esta actuación disciplinaria.

## **7.2. CONSIDERACIONES DE FONDO**

### **7.2.1. Interpretación del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010**

La sociedad investigada adujo que la ausencia de pronunciamiento expreso del a quo sobre el debate interpretativo del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único resultó violatoria de su derecho al debido proceso; no obstante, difiere esta Sala de tal aseveración, porque de la lectura de la Resolución impugnada, especialmente el numeral 5.2.5., se encuentra que el juzgador de primera instancia sí evaluó ampliamente el texto y alcance de la norma en comento y los argumentos que, respecto de su entendimiento, presentó la disciplinada tanto en su escrito de explicaciones, como de descargos.

Sin perjuicio de lo anterior, en la medida en que BTG insiste en que no era procedente iniciar una investigación disciplinaria en su contra por la celebración de las operaciones simultáneas activas por cuenta del cliente **AAAA**, porque en su criterio el numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único no era suficientemente claro respecto de la inclusión de este tipo de transacciones para efectos del límite del 30% por cuenta de terceros, la Sala estima necesario determinar cuál ha sido el alcance de esta disposición desde su expedición, para establecer luego si el cargo imputado por AMV es o no procedente.

En desarrollo de este ejercicio de hermenéutica jurídica es preciso tener en cuenta las reglas de interpretación de la ley consagradas en el Capítulo IV del Código Civil, especialmente la del artículo 27 ibídem, que establece lo siguiente:

*“ARTICULO 27. <INTERPRETACION GRAMATICAL>. Cuando el sentido de la ley sea claro, no se desatenderá su tenor literal a pretexto de consultar su espíritu.*

*Pero bien se puede, para interpretar una expresión oscura de la ley, recurrir a su intención o espíritu, claramente manifestados en ella misma o en la historia fidedigna de su establecimiento”.*

En el caso sub judice, la interpretación gramatical del numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010 y la intención del regulador, explícita en la exposición de motivos del 31 de octubre de 2013, descartan la existencia de dudas fundadas en la aplicación del umbral del 30% en las operaciones simultáneas activas, y por el contrario, reafirman la conclusión de la Sala de Decisión según la cual la citada norma *“es clara en el sentido de establecer que las operaciones simultáneas activas y pasivas, indistintamente, deben computarse a efectos de establecer los límites de compromisos que los intermediarios pueden tener por cuenta de terceros”.*

En efecto, establece el numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010:



**“Limitaciones a las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores celebradas por cuenta de terceros.** Los intermediarios de valores que celebren operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores por cuenta de los terceros definidos en el numeral 1 del artículo 2.36.3.3.1 del presente decreto, en los sistemas de negociación de valores, en los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores, en las bolsas de valores o en el mercado mostrador para ser registradas en sistemas de registro de operaciones sobre valores, no podrán tener compromisos que superen los siguientes límites:

(...)

**3. Límite máximo por cuenta de un mismo tercero.** No se podrán mantener por cuenta de un mismo tercero compromisos que sumados superen el 30% del patrimonio técnico, calculado de conformidad con el párrafo 2 del presente artículo”.

Del aparte transcrito resalta la Sala que el regulador no hizo distinción alguna respecto de las operaciones simultáneas (activas o pasivas) sujetas a los límites; por el contrario, se refirió a éstas de manera genérica e indistinta, como lo hizo también con las operaciones repo y de transferencia temporal de valores, al reglamentar que, en su celebración, el intermediario de valores, sujeto obligado con la norma en comento, debe cumplir con los distintos límites aplicables, entre ellos el del 30% cuando dicho tipo de transacciones se celebran por cuenta de un mismo tercero.

Establece el artículo 30 del Código Civil que en el ejercicio de interpretación “[e]l contexto de la ley servirá para ilustrar el sentido de cada una de sus partes, de manera que haya entre todas ellas la debida correspondencia y armonía”, de ahí que para determinar el alcance del numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único sea imperativo tener en cuenta también el párrafo 4 ibídem, disposición que excluye de la aplicación de los límites las operaciones realizadas por cuenta de los siguientes terceros:

“1. El adquirente en las operaciones de reporto o repo, cuando los valores objeto de estas no puedan ser transferidos de forma temporal o definitiva a un tercero durante el plazo de la operación y sólo puedan serlo para cumplir la misma.

2. El originador en las operaciones de transferencia temporal de valores, cuando los valores entregados a este no puedan ser transferidos de forma temporal o definitiva a un tercero durante el plazo de la operación y sólo puedan serlo para cumplir la misma.

3. Un fondo de inversión colectiva que no realice operaciones apalancadas.

4. Un fondo de pensiones administrado por una sociedad administradora de fondos de pensiones.”

Ahora bien, dado que las excepciones tienen un carácter restrictivo que impide su extensión, vía analogía, a otro tipo de situaciones no contempladas expresamente en la norma, es forzoso concluir que en el caso objeto de estudio las simultáneas activas sí están sujetas al límite del 30%, pues las operaciones que celebra el enajenante en este tipo de transacciones no fueron excluidas de dicha restricción, como sí ocurrió con las posiciones que asume el intermediario por cuenta del

adquirente en las operaciones repo y del originador en la transferencia temporal de valores, cuando los títulos negociados no pueden ser transferidos durante el plazo de la operación. Si la intención del legislador hubiese sido la de exceptuar las simultáneas activas, así lo habría consagrado de manera expresa en el texto legal analizado, como lo había hecho previamente la reglamentación anterior, pero al no hacerlo no puede, ni el sujeto obligado con la norma, ni la autoridad, suplir al regulador y crear una excepción por la vía de interpretación. Y si es que el investigado opta por interpretar la norma a su manera, lo hace por su cuenta y riesgo.

En consecuencia, del análisis del tenor literal del numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único 2555 de 2010 se deduce que el intermediario de valores debe computar los compromisos que adquiere el inversionista activo en las operaciones simultáneas para determinar el cumplimiento del límite por cuenta de terceros.

A esta misma conclusión arriba la Sala producto del análisis de la finalidad del Decreto 2878 de 2013, que adicionó la citada disposición al Decreto 2555 de 2010, pues más allá de restringir el apalancamiento de los terceros que acceden al mercado a través de los intermediarios de valores, su propósito fundamental es establecer estándares que permitan a las entidades intermediarias la adecuada administración de los riesgos derivados de estas operaciones. En ese sentido, la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera, señaló en la exposición de motivos del proyecto de decreto lo siguiente:

“El proyecto de reforma normativa tiene como propósito elevar los estándares de los límites existentes, así como el requerimiento de garantías, cobijando la totalidad de las operaciones del mercado monetario, entre otras modificaciones, lo que redundará en un robustecimiento de los mecanismos establecidos para la mitigación de riesgos de este tipo de operaciones”.

Como expresión de dicha finalidad el Decreto mencionado, además de establecer límites a las operaciones repo, simultáneas y TTV, introdujo al Decreto 2555 de 2010 un capítulo especial sobre el régimen de garantías que se deben constituir en la celebración de operaciones repo, simultáneas y TTV<sup>9</sup>, con el fin de que los intermediarios prevengan y administren en debida forma los contingencias de este tipo de transacciones, que, mal gestionadas, pueden afectar su estabilidad en el mercado.

En el caso de las operaciones simultáneas importa recordar que, además del riesgo de mercado al que se puede enfrentar el inversionista pasivo, producto de la eventual desvalorización de los valores entregados en garantía, y el riesgo de liquidez al que se expone el inversionista activo, ante la dificultad de negociar los valores recibidos en la transacción, las dos partes de la operación están sujetas a un riesgo de contraparte, habida cuenta de la posibilidad de que los recursos, o los títulos que no son inmovilizados durante la vigencia de la operación, no sean devueltos al vencimiento del plazo acordado.

---

<sup>9</sup> Capítulo 2, del Título 3, del Libro 36 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010 (artículos 2.36.3.2.1 a 2.36.3.2.7).

En ese sentido, cualquier interpretación que pretenda excluir las operaciones simultáneas activas del régimen de límites por cuenta de terceros desconoce la realidad expuesta, y riñe con el propósito con el cual fue diseñado el Decreto 2878 de 2013, que, se repite, es el de garantizar que los intermediarios de valores gestionen de manera adecuada los riesgos inherentes en este tipo de transacciones.

Lo anterior lleva a desvirtuar también cualquier duda razonable acerca del término "compromisos" del numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2, y concretamente su asimilación a operaciones de recompra, como lo entendió la investigada, puesto que si la finalidad de la norma es mitigar los riesgos a los que se enfrenta un intermediario que celebra operaciones simultáneas por cuenta de terceros, necesariamente deben entenderse incluidas tanto las posiciones pasivas, como activas, dadas las contingencias de cada una de éstas.

Precisamente, en dicho aspecto particular, la citada norma introdujo un cambio sustancial frente al régimen que consagraba el artículo 3.3.6.1 de la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia<sup>10</sup>, pues mientras ésta última disposición restringía expresamente el cómputo de los límites a los "compromisos de recompra", aquélla se refirió de manera general a los "compromisos". Luego, aplicando el principio general de hermenéutica jurídica, según el cual "donde la ley no distingue no le es dable al interprete hacerlo", no resultaba ajustado a derecho que BTG interpretara que el numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único estaba referido exclusivamente a las operaciones simultáneas pasivas, máxime porque no está demostrado que en el mercado dicho término sea asimilado a las recompras.

Además, cabe recordar que el vocablo "compromisos" significa "obligación contraída"<sup>11</sup>, y si se analiza la naturaleza de las operaciones simultáneas se encuentra que cada parte de la operación asume obligaciones frente a la otra, concretamente el enajenante debe recomprar los valores y el adquirente retornarlos. Por lo tanto, al no haberse condicionado el término "compromisos", como en su momento lo hizo la Bolsa de Valores de Colombia, se entiende que la disposición objeto de debate está referida a las operaciones simultáneas pasivas y activas.

Como corolario de todo lo expuesto, la Sala concluye que la norma en comento era suficientemente clara para la época de los hechos, en relación con el cómputo

---

<sup>10</sup> "Artículo 3.3.6.1. Compromisos máximos de operaciones de Reporto o Repo y otras operaciones a plazo que puede tener una Sociedad Comisionista.

De acuerdo con el artículo 3.2.1.3.3.4 y el párrafo segundo del artículo 3.2.1.3.6.1. del Reglamento de la Bolsa las Sociedades Comisionistas no podrán tener compromisos de recompra ni operaciones a plazo, ni operaciones TTVs celebradas por cuenta de terceros, que superen los límites establecidas a continuación:

(...)

Compromisos de recompra, operaciones a plazo y operaciones TTVs por cuenta de terceros sobre valores de Renta Variable:

a) Límite máximo por cuenta de un tercero: Una sociedad comisionista de bolsa no podrá mantener por cuenta de un mismo tercero, compromisos de recompra y operaciones a plazo y operaciones TTV sobre valores de Renta Variable, que sumadas superen los siguientes límites:

i. 60% del último patrimonio técnico de la sociedad comisionista tratándose de terceros que sean entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, calculado de conformidad con el párrafo cuarto del presente artículo.

ii. 30% del último patrimonio técnico tratándose de terceros personas naturales o jurídicas que no sean vigilados por la Superintendencia Financiera, calculado de conformidad con el párrafo cuarto del presente artículo".

<sup>11</sup> www.rae.es

de las operaciones simultáneas activas para efectos del límite por cuenta de terceros, y que una interpretación en sentido contrario, como la aducida por BTG, no resulta compatible con el tenor literal, ni la finalidad pretendida por aquélla. En consecuencia, para la época de los hechos BTG debía cumplir con el límite del 30% en los compromisos activos adquiridos por cuenta de terceros, so pena de incurrir en una violación del numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010.

Enseguida, la Sala evaluará los demás argumentos aducidos por BTG en su recurso de apelación.

### **7.2.2. Teoría de los actos propios y Carta Circular No 55 del 24 de septiembre de 2014**

La sociedad investigada se opuso a la conclusión de la Sala de Decisión, que descartó la transgresión de las reglas de los actos propios. A su juicio, al margen de que AMV hubiese o no creado la convicción de que las operaciones simultáneas no computaban para el establecimiento de los límites por cuenta de terceros, lo cierto es que dicha Corporación comprendió que en la presunta infracción “*yacía de base una interpretación diferente y suficientemente motivada*”, con lo cual creó conducta jurídicamente anterior, relevante y eficaz, que no podía desconocer.

Al respecto, sea lo primero señalar que la existencia de tal conducta, como condición para la aplicación de la teoría de los actos propios, supone concretamente la expedición, por parte del administrador, de “*un acto que contenga una situación subjetiva concreta y verificable que conceda confianza a su beneficiario de la titularidad de una posición jurídica determinada*”<sup>12</sup>. En torno a este asunto la Corte Constitucional ha precisado también que la confianza del administrado se debe generar “*por la seguridad de haber obtenido una posición jurídica definida a través de un acto que creó situaciones particulares y concretas a su favor*”, y no simplemente por la convicción de la apariencia de legalidad de una actuación<sup>13</sup>.

Analizados los hechos de la investigación y los antecedentes que fueron descritos por BTG en su escrito de explicaciones y de descargos, advierte la Sala que en este caso no existió por parte de AMV un acto previo a los hechos que motivaron la investigación, que creara en la sociedad investigada la idea de que el límite de operaciones simultáneas por cuenta de terceros no aplicaba a los compromisos activos. Por el contrario, según se deduce de la conversación telefónica del 12 de agosto de 2014, en la que participaron dos funcionarios de AMV y el Director de Riesgo de Mercado y Liquidez de BTG, la posición del Autorregulador ha sido, desde antes de la ocurrencia de los hechos investigados, que para todos los efectos del límite consagrado en el numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010 obliga a tener en cuenta las operaciones simultáneas activas.

En ese sentido, destaca esta Sala que en ningún aparte de la referida conversación los funcionarios de AMV compartieron la posición expuesta por BTG; por el contrario, aquéllos trataron en todo momento de explicarle al funcionario de la sociedad

---

<sup>12</sup> Corte Constitucional, sentencia T-079 de 2004.

<sup>13</sup> *Ibidem*.

investigada por qué su interpretación no era la adecuada bajo el tenor literal de la norma y la naturaleza de las operaciones simultáneas. En concreto, los funcionarios de AMV le hicieron saber al Director de Riesgo de Mercado y Liquidez de BTG que no era factible excluir las operaciones simultáneas activas de los límites, como él insistentemente lo reclamaba, porque éstas no fueron incluidas dentro de la lista de excepciones del parágrafo 4 y, además, porque en este tipo de transacciones los valores no se inmovilizan, lo que implica que hay riesgos en la parte activa. En ese sentido, al término de la referida conversación, los funcionarios del Autorregulador afirmaron de manera enfática: "como lo estamos tomando ahorita [se refiere a AMV], es como tal el Decreto 2878 y estamos exceptuando las puntas activas de los repos y en las TTVs, pero en las simultáneas sí estamos cogiendo los dos, pues por la definición que tenemos del Decreto 2878".

Es claro que para AMV no había duda sobre el alcance de la norma comentada frente a las operaciones simultáneas activas, y justamente por eso, en el ejercicio de sus funciones, tenía en cuenta dichos compromisos para determinar el cumplimiento de los límites por parte de los miembros autorregulados. Por lo tanto, no es que AMV hubiese acogido la interpretación de BTG, y con ello hubiere dado lugar a una conducta jurídicamente anterior, relevante y eficaz, como se afirma en el recurso de apelación, sino que dicha sociedad comisionista obró bajo su propio riesgo al mantener sus mecanismos de control de límites referidos únicamente a los compromisos de recompra, en tanto asumió, de manera unilateral, que *"la nueva norma [artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, modificado por el Decreto 2878 de 2013] no había establecido modificaciones"*.

Aprecia la Sala que AMV no actuó en contra de sus propios actos, ni desconoció el postulado de la buena fe, pues nunca tuvo una interpretación o comprensión de la norma comentada diferente a la expuesta en la mencionada conversación telefónica. En todo caso, esta llamada telefónica tuvo lugar con posterioridad a los hechos investigados, los cuales ocurrieron entre el 16 y el 20 de junio de 2014, cuando la investigada celebró por cuenta del cliente **AAAA** operaciones simultáneas en exceso del 30% de su patrimonio con corte al mes de abril; por lo tanto, las manifestaciones efectuadas en la referida llamada no pueden considerarse como una conducta anterior capaz de crear una convicción.

Ahora bien, dado que se aprecia que para AMV no existía duda, ni ambigüedad sobre el contenido del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único, es claro que la Carta Circular No. 55 de 2014 no fue expedida para dilucidar la disposición mencionada, sino simplemente para precisar la forma en que los intermediarios de valores deben informar de los excesos en los límites normativos cuando incurran en éstos. No podía ser otra la finalidad, pues a la luz del parágrafo 2 del artículo 11.4.3.1.3 ibídem el objeto de dichos actos es *"instruir a las personas y entidades sujetas a su competencia, sobre la forma como se deban aplicar los reglamentos de autorregulación, y sobre el alcance de los deberes y normas de conducta aplicables a las actividades que sean objeto de autorregulación"*.

Sin perjuicio de lo anterior, es menester recordar que en este caso el cargo imputado a la sociedad disciplinada, y por el cual fue sancionada en primera instancia, consistió en la violación del numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto

2555 de 2010, y no en la infracción de la mencionada Carta Circular, por lo cual, los cuestionamientos que la defensa formuló frente a este instructivo no afectan la legalidad de la actuación administrativa, ni llevan a revocar la resolución impugnada.

### **7.2.3. Infracción del numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010 por parte de BTG**

Para la Sala de Revisión es claro que la referida norma incluyó dentro de su objeto las operaciones simultáneas activas para efectos del cómputo del límite de compromisos que asumen los intermediarios de valores por cuenta de terceros, y esa conclusión encuentra respaldo tanto en su tenor literal, como en su contexto y finalidad.

Tampoco hay duda en que dicha interpretación era la única plausible desde el momento de su expedición, y que por ser justamente ese el entendimiento que tenía el Autorregulador nunca emitió un acto, ni se comportó de forma tal que le hiciera creer a BTG que la disposición excluía las posiciones activas de este tipo de operaciones. Por el contrario, está plenamente demostrado que para la época de los hechos, AMV, en el desarrollo de sus actividades, tomaba las puntas activas y pasivas de estas negociaciones para determinar el cumplimiento de los límites por parte de sus miembros autorregulados.

Está probado que entre el 16 y el 20 de junio de 2014 BTG celebró operaciones simultáneas activas por cuenta del cliente **AAAA** por montos que excedieron el 30% de su patrimonio técnico con corte al 30 de abril del mismo año, el cual correspondía a \$15.306.468.251, y al no existir duda respecto del alcance el numeral 3 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, procederá esta Sala a confirmar la decisión adoptada por el a quo, en el sentido de declarar responsable disciplinariamente a la sociedad comisionista investigada por la infracción de esta disposición.

### **7.2.4. Otros argumentos**

De acuerdo con lo manifestado por la investigada, en el trámite de esta actuación disciplinaria se vulneró su derecho al debido proceso, habida cuenta de que AMV negó la práctica de dos testimonios de funcionarios de la firma investigada que demostrarían *“el conocimiento de AMV sobre las dudas de los miembros en relación con el alcance de las reglas y límites contenidos en el Decreto 2878 de 2013”* y porque no aplicó la interpretación más favorable de la citada norma frente a los hechos investigados.

Respecto del primer asunto, cabe recordar que de conformidad con el artículo 62 del Reglamento de AMV las pruebas solicitadas por el investigado en su escrito de explicaciones serán decretadas siempre que sean conducentes, pertinentes y útiles. En el caso sub judice las pruebas testimoniales requeridas por BTG fueron negadas en la medida que el Instructor consideró que no resultaban útiles para el proceso, *“pues su objeto es el de corroborar lo ya expresado en la Solicitud Formal de Explicaciones”* en la cual la sociedad investigada abundó en argumentos para

destacar esa supuesta duda interpretativa. Para esta Sala de Revisión, en el expediente no hay evidencia de que “los miembros de AMV” tuvieran las dudas hermenéuticas ya referidas y, si es que ellas existían, no era dable pretender acreditarlas mediante el testimonio de dos funcionarios de BTG, quienes a lo sumo podrían haber rendido declaración sobre las propias dudas de la compañía, las cuales, se insiste, ya había hecho explícitas en distintos momentos de la actuación disciplinaria, tornando innecesaria y superflua la prueba testimonial referida, habida cuenta adicional de la naturaleza objetiva de la conducta reprochada, que no podía soslayarse por la vía de acreditar con ese tipo de elementos probatorios unos supuestos entendimientos distintos de las normas que la soportan.

En lo que concierne al segundo alegato, tampoco encuentra la Sala que se hubiesen vulnerado las garantías de la sociedad investigada, en la medida que el artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010 sólo admite una interpretación plausible, y es que las operaciones simultáneas deben computarse para efectos del límite por cuenta de terceros, de conformidad con lo cual debió actuar BTG desde el momento de la expedición de la norma. Luego no procede en este caso exigir la aplicación del principio de favorabilidad, y menos con el argumento según el cual la Carta Circular No. 55 de 2014 aclaró la referida disposición reglamentaria, pues como se explicó en los párrafos precedentes, el objeto de ésta fue instruir a los intermediarios sobre la remisión de información relacionada con los excesos de límites y no tenía la capacidad jurídica para modificar o llenar los vacíos de un decreto reglamentario.

En consecuencia, evaluados los hechos objeto de la investigación y analizados los argumentos de la recurrente, ninguno de los cuales tiene vocación de prosperar en esta Instancia por las razones expuestas en precedencia, esta Sala procederá a confirmar la sanción adoptada por la Sala de Decisión.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores, AMV, integrada por los Doctores Hernando Parra Nieto (Presidente), Fernán Bejarano Arias y Mauricio Valenzuela Grueso (Ad-hoc), de conformidad con lo dispuesto en el Acta No. 204 del 17 de febrero de 2015 del Libro de Actas de la Sala de Revisión, por unanimidad,

## RESUELVE

**ARTÍCULO PRIMERO: CONFIRMAR** el artículo primero de la Resolución No. 3 del 18 de marzo de 2015 de la Sala de Decisión “2”, que impuso a BTG PACTUAL S.A. COMISIONISTA DE BOLSA la sanción de MULTA de treinta millones de pesos (\$30.000.000.00) por la conducta de exceso del límite de operaciones simultáneas por cuenta de un tercero.

**ARTÍCULO SEGUNDO: ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR** a BTG PACTUAL S.A. COMISIONISTA DE BOLSA que el pago de la multa aquí ordenada deberá realizarse dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a aquél en que quede en firme la

presente Resolución, mediante consignación en la cuenta de ahorros del Banco de Bogotá número AH 5427 033 – 05542 – 7, el cual deberá acreditarse ante AMV, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 82 de su Reglamento.

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

**ARTÍCULO CUARTO: INFORMAR**, en cumplimiento de lo establecido por el artículo 29 de la ley 964 de 2005 y el artículo 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**

**HERNANDO PARRA NIETO**  
**PRESIDENTE**

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