

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA - AMV-

TRIBUNAL DISCIPLINARIO

SALA DE REVISIÓN

RESOLUCIÓN No. 16

Bogotá, D.C., once (11) de noviembre de 2016

NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: 01-2014-366
INVESTIGADOS: JOHN MARIO LLANOS GARZÓN
LEONARDO MARIO JARAMILLO PINZÓN
OLGA CAROLINA TRUJILLO ÁLVAREZ
RESOLUCIÓN: SEGUNDA INSTANCIA

La Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario, en ejercicio de sus atribuciones legales, estatutarias y reglamentarias, plasma la decisión adoptada en sesión del 25 de octubre de 2016, mediante la cual se resolvió el recurso de apelación interpuesto por AMV, contra la Resolución No. 5 del 31 de mayo de 2016, expedida por la Sala de Decisión "11".

I. ANTECEDENTES

1.1. Aspectos procesales

1.1.1. El Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (en adelante AMV), en ejercicio de las facultades establecidas en el artículo 57 de su Reglamento, solicitó conjunta y formalmente explicaciones¹ personales a los señores John Mario Llanos Garzón, Leonardo Mario Jaramillo Pinzón y Olga Carolina Trujillo Álvarez, quienes se desempeñaban para la época de los hechos como Director E-Trading, Gerente de Inversiones y Asistente de Registro, respectivamente, de AAAA (en adelante los "investigados"), por el posible desconocimiento de los artículos 50 de la Ley 964 de 2005², 48³ y 36.1⁴ del

¹ Mediante escrito del 17 de diciembre de 2014, visible a folios 2 a 17 de la carpeta de actuaciones finales.

² Ley 964 de 2005. Artículo 50. Infracciones. "Se consideran infracciones las siguientes: (...) b) Realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o coadyuvar con transacciones u otros actos relacionados, que tengan como objetivo o efecto: (...) iii) Aparentar ofertas o demandas por valores; iv) Disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor."

³ Reglamento de AMV. Artículo 48 Manipulación de mercado. Los sujetos de autorregulación se abstendrán de incurrir en las situaciones descritas en el literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005".

⁴ Reglamento de AVM, 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

Reglamento de AMV. Las explicaciones fueron presentadas el 21 de enero de 2015 por parte de la señora Trujillo Álvarez y el 23 de enero del mismo año por los señores Llanos Garzón y Jaramillo Pinzón.

1.1.2. Finalizada la etapa de evaluación de las explicaciones presentadas por los investigados, el 9 de junio de 2015 AMV remitió pliego de cargos que fue contestado por los señores Llanos Garzón y Trujillo Álvarez el 23 y 24 de junio de 2015, respectivamente. El 6 de julio del mismo año contestó el señor Jaramillo Pinzón.

1.2. Síntesis de los hechos y la imputación

1.2.1. El 14 de mayo de 2014 el MSCI Equity Indexes dio a conocer que a partir del 30 de mayo del mismo año, la acción CCCC no haría parte del índice MSCI Colombia. Entre el 14 y el 29 de mayo de 2014 el precio de la acción CCCC "osciló entre \$25.040 y \$26.160, y el volumen negociado pasó de \$4.130 a \$24.335 millones"⁵ (sic). El 30 de mayo de 2014 se presentó "como era previsible un comportamiento inusual"⁶ en la negociación de esta especie, al transarse una cantidad de 11.553.786 acciones, por "un monto de \$294.483 millones a un precio promedio de \$25.488,05 por acción"⁷.

1.2.2. El 30 de mayo de 2014 el señor BBBB, cliente de AAAA, adquirió un total de 1.014.331 acciones CCCC, a un precio promedio de \$25.322,15 por título, y vendió 826.267 acciones de esta especie, a un precio promedio de \$25.583,57, con lo cual obtuvo una utilidad de \$216 millones. Añadió el instructor que el cliente vendió otras 188.064 acciones el día hábil siguiente, es decir el 3 de junio de 2014, a un precio de \$26.206,25 con lo cual obtuvo una utilidad total de \$382 millones.

En relación con la venta de las 826.267 acciones, el Instructor precisó que 226.267 de ellas se vendieron entre la 1:58:15 p.m. y las 2:14:09 p.m. del 30 de mayo de 2014. Las 600.000 acciones restantes se vendieron en la subasta de cierre de ese mismo día, bajo una "estrategia previamente concebida y premeditada"⁸ entre BBBB y los tres investigados.

Con apoyo en las conversaciones telefónicas sostenidas entre los investigados y el BBBB, afirmó el Instructor que la estrategia consistió en ingresar cuatro puntas de compra sobre la acción CCCC, durante la subasta de cierre, siempre al límite superior, para retirarlas antes del cierre de la subasta, logrando con ello el aumento del precio de la acción, y que el cliente pudiera vender las 600.000 acciones obteniendo un mayor beneficio.

En desarrollo de la señalada estrategia, cada punta se ingresó con el límite superior de precio establecido para la subasta de cierre y estaba previamente

comercial, seriedad, cumplimiento, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan."

⁵ Folio 129, carpeta de actuaciones finales.

⁶ Folio 129, carpeta de actuaciones finales.

⁷ Folio 129, carpeta de actuaciones finales.

⁸ Folio 137, carpeta de actuaciones finales.

identificada, para cada operador. Así, el investigado Llanos Garzón ingresó a las 2:55:01 p.m. una punta por 500.001 acciones⁹, postura que modificó a 500.004 acciones a las 2:56:32 p.m. y finalmente la retiró a las 2:57:44 p.m.; la señora Trujillo Álvarez ingresó a las 2:55:03 p.m. una punta de compra por 500.002 acciones¹⁰ al límite superior del precio, es decir, \$26.720, que retiró a las 2:58:18; por último, el señor Jaramillo Pinzón ingresó a las 2:55:00 p.m. una punta de compra por 500.003 acciones¹¹ y la retiró a las 2:59:06 p.m. Tal proceder, según el Instructor, fue deliberado y coordinado.

Una vez retiradas las puntas de compra, el señor Llanos Garzón ingresó, por orden del citado inversionista, una punta de venta por 600.000 acciones, la cual se cerró al precio de equilibrio, es decir \$25.600, operación que le permitió a BBBB obtener un beneficio de \$167 millones¹².

Con base en lo dicho, se imputó a los investigados la violación de los ordinales iii) y iv) del literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005 y de los artículos 48 y 36.1 del Reglamento de AMV, considerando que las posturas de compra ingresadas al sistema de negociación el 30 de mayo de 2014 sobre la acción CCCC y por cuenta de BBBB, *"tuvieron el propósito o efecto de i) Aparentar demandas por valores, y/o ii) Aumentar artificialmente el precio de la acción CCCC en el mercado de valores, e iii) Incumplir el deber de lealtad exigible a las personas naturales vinculadas"*¹³ (sic).

1.3. Síntesis de los argumentos planteados por la defensa

1.3.1. Argumentos de John Mario Llanos Garzón

Criticó el investigado una especie de sesgo en la actuación de AMV, derivado no sólo de lo que él considera una innecesaria acumulación de actuaciones, sino en las calificaciones que hace en relación con una supuesta manipulación, difícil de realizar, por recaer sobre una de las especies más líquidas del mercado. A juicio de la defensa del señor Llanos, no resiste análisis la hipótesis de que la venta de 600.000 acciones a \$26.000 *"fue producto de una maniobra manipulativa que estiró artificialmente el precio al alza"*¹⁴.

Agregó el investigado el supuesto olvido por parte de AMV sobre el carácter aleatorio de conformación del precio en la subasta de cierre, y del comportamiento del precio de la especie CCCC a partir del día hábil siguiente, que estuvo al alza, lo que él considera como *"prueba contundente e irrefutable de que la tendencia alcista del 30 de mayo era propia del mercado, independientemente de cualquier conducta del cliente"*¹⁵. En

⁹ Esta orden fue ingresada bajo el código "001117" perteneciente a John Mario Llanos Garzón

¹⁰ Esta orden fue ingresada bajo el código "001096" perteneciente a Olga Carolina Trujillo Álvarez

¹¹ Esta orden fue ingresada bajo el código "001021" perteneciente a Lourdes Higuera Cala. Sin embargo esta funcionaria no aparece mencionada en ninguna de las grabaciones mediante las cuales se planeó la estrategia de negociación. No obstante, en sus explicaciones y según las grabaciones (conversación de las 2:47:40 p.m.) esta postura la ingresó Leonardo Jaramillo Pinzón.

¹² Folio 137, carpeta de actuaciones finales.

¹³ Folio 130, carpeta de actuaciones finales.

¹⁴ Folio 180, carpeta de actuaciones finales.

¹⁵ Folio 180, carpeta de actuaciones finales.

cuanto a la aleatoriedad del precio, puso de presente que éste es formado por un algoritmo y no por los calces de las puntas que participan en un mercado que "es ciego". Indicó que no hubo actuaciones ocultas o subrepticias, sino que las puntas ofrecidas fueron visibles, abiertas y ostensibles para el mercado.

Puntualizó que vender a un precio más alto del que se desea comprar "es una decisión que se deriva de momentos, cambiantes y volátiles... debe medirse respecto al nivel de profit que el cliente decida definir"¹⁶.

1.3.1. Argumentos de Olga Carolina Trujillo Álvarez

La investigada buscó desvirtuar los cargos formulados en su contra, apoyada en la función de simple digitación que cumplió al atender las órdenes –no de clientes, sino de sus superiores jerárquicos en la comisionista-, lo que implica su desconocimiento frente a la forma en que se habrían estructurado tales órdenes; también invocó la inexistencia de prueba de su participación en las llamadas telefónicas diferentes a la que se produjo en la subasta de cierre. Alegó que AMV debe observar los reglamentos y tener en cuenta la labor que ella cumplió como digitadora, para lo cual trajo a colación tanto el numeral 6 del artículo 128¹⁷ del Reglamento de AMV, como el artículo 11.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010¹⁸, en relación con los sujetos de autorregulación y las diferentes categorías que de tales sujetos pueden hallarse.

¹⁶ Folio 184, carpeta de actuaciones finales.

¹⁷ Reglamento de AMV, Artículo 128. Modalidades de Certificación. (Se transcribe la versión anterior a la modificación que se introdujo por el Boletín Normativo 20 del 27 de agosto de 2014, aprobado mediante Resolución 1346 de la SFC y entra en vigencia el 1 de septiembre de 2014, ya que era el texto vigente al 30 de mayo de 2014, cuando se realizaron las operaciones). Las personas que directamente o al servicio de un intermediario de valores adelanten las funciones propias de los siguientes cargos, o las actividades que se describen a continuación deberán obtener certificación en la modalidad correspondiente, con independencia del cargo que ocupen o la naturaleza de su vinculación contractual: (...) 6. Digitador. Es la persona que opera en cualquier sistema de negociación, circunscribiendo su actividad exclusivamente a ingresar ofertas, demandas y posturas, siguiendo instrucciones de operadores y sin discrecionalidad para tomar decisiones diferentes a aquellas relacionadas con la operación misma del sistema. El digitador no tiene ningún tipo de contacto con clientes. (...) Las personas naturales vinculadas que se encuentren dentro de la modalidad de digitador, no podrán llevar a cabo las actividades de que trata el numeral 4 anterior, y en caso contrario, serán considerados operadores y deberán obtener la certificación en dicha modalidad".

¹⁸ Decreto 2555 de 2010. Artículo 11.4.1.1.2 (Artículo 2º Decreto 1565 de 2006). Sujetos de autorregulación. Los organismos de autorregulación ejercerán sus funciones respecto de los intermediarios de valores que sean miembros de los mismos, ya sean personas naturales o jurídicas, quienes estarán sujetos a los reglamentos de autorregulación. Adicionalmente, las funciones del organismo de autorregulación se ejercerán respecto de las personas naturales vinculadas a cualquier intermediario de valores que sea miembro del organismo de autorregulación correspondiente, aún cuando tales personas no se encuentren inscritas previamente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, RPMV ni hayan sido inscritas en el organismo autorregulador, de conformidad con lo previsto en el artículo 11.4.6.1.3 del presente decreto. La vinculación de una persona natural a un intermediario de valores que sea miembro de un organismo de autorregulación implica que este podrá ejercer sus funciones en relación con dicha persona, así como la aceptación de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro donde opera el respectivo intermediario. Parágrafo. Para los efectos del presente Libro, se entiende por personas naturales vinculadas a cualquier intermediario de valores a los administradores y demás funcionarios del respectivo intermediario, independientemente del tipo de relación contractual, en cuanto participen, directa o indirectamente, en la realización de actividades propias de la intermediación de valores.

En cuanto a las características de dicha subasta de cierre, resaltó la investigada los niveles de presión que se derivan de la absoluta concentración que se debe conservar mientras ella dure. Al respecto dijo que no pueden cambiarse los hechos probados por supuestos hipotéticos o subjetivos, menos aun cuando es al Instructor a quien le corresponde la carga probatoria.

Resaltó que sus conversaciones se produjeron en todo momento con sus superiores jerárquicos y no con terceras personas, y fue consecuente con las órdenes impartidas por ellos, dado que entiende que son personas que cuentan con las acreditaciones de AMV y en consecuencia pensó que estaba actuando dentro de las reglas propias del mercado.

Agregó que los hechos *“son los hechos, las supuestas intenciones detrás de ellos son solo supuestos subjetivos que no pueden desdibujar lo consignado en medio verificable en un contexto que debe ser analizado con el criterio experto de una jurisdicción especializada como la del AMV”*.¹⁹

En términos generales, resaltó que ella no realizó actividades de manipulación del precio de la acción transada, y que tampoco tuvo conocimiento de algún tipo de ardid dirigido a lograr tal manipulación.

1.3.2. Argumentos de Leonardo Mario Jaramillo Pinzón

Actuando por intermedio de apoderada, el investigado negó de forma tajante su supuesta participación en cualquier tipo de acuerdo dirigido a infringir las normas del mercado. Agregó que para la materialización de la conducta endilgada se requiere la existencia de dolo, y en consecuencia, de conocimiento sobre la maniobra que se pretende realizar, circunstancia que en este caso no se presenta respecto de él. Tendría que probarse –agregó– que él *“actuó consciente y deliberadamente, en busca de uno cualquiera de los específicos propósitos que allí se indican”*²⁰.

Señaló el disciplinado que de existir algún tipo de *“estrategia”*, son el cliente y el investigado Llanos quienes tendrían que pronunciarse al respecto. La única prueba que existe es que él tuvo una conversación con BBBB, pero ello no implica, por sí mismo, ni se desprende de las pruebas que existen sobre dicha conversación, que se hubiese fraguado algún tipo de estrategia con el mencionado cliente. Resaltó que sí se acercó, en virtud a que había manejado las cuentas de BBBB de tiempo atrás, antes de que las comenzara a manejar Llanos.

En relación con las llamadas telefónicas, hizo precisas observaciones frente a cada una de ellas, señalando que él no hizo parte de ninguno de tales diálogos, salvo la última llamada que correspondió a la participación en la subasta de cierre. El investigado fue claro al señalar que su actuación se limitó a ingresar la orden que había recibido de BBBB, pero sin tener conocimiento de algún tipo de estrategia de venta que implicara poner el precio al alza.

¹⁹ Folio 192, carpeta de actuaciones finales.

²⁰ Folio 202, carpeta de actuaciones finales.

Destacó de tales conversaciones la identificada con el número 20140530-143300-1139, porque para él con ese diálogo se demuestra que *“el cliente estaba dispuesto a comprarlas”*²¹, refiriéndose a las acciones.

Adicionalmente, el investigado explicó la naturaleza de la subasta de cierre y la manera en la cual se forma el precio de equilibrio, a través de un algoritmo, precisando que de acuerdo con las características de esa subasta, se permite el ingreso, modificación y retiro de órdenes, lo que implica que las órdenes inicialmente ingresadas y que tengan mayor prioridad, pierden su puesto en el caso que sean retiradas.

Agregó que, conociendo el perfil profesional de BBBB, no le pareció extraño que participara en la subasta de cierre *“aprovechando, precisamente, el precio de REBALANCEO, siendo para ello necesario que funcionarios de la sociedad comisionista le ayudaran con el ingreso de las mencionadas órdenes de compra”*²² como las que le fueron a él encargadas. En consecuencia, no existían elementos para inferir que fuesen órdenes aparentes o que se ingresaran las órdenes con el fin de aparentarlas.

Rechazó de forma tajante el cargo dirigido a señalar que *“mantuvo de manera subrepticia la punta de compra”*²³ por cuenta de BBBB. A ello agregó un listado visible a folio 214 del cuaderno de actuaciones finales, en el que aparecen las contrapartes que ingresaron puntas de compra al límite superior, que oscilan entre 460.950 y 17.000 acciones que fueron calzadas a precio de equilibrio, al final de la subasta de cierre. Dijo el disciplinado que tendría que interpretarse que todas esas posturas estuvieron dirigidas a *“forzar”* el alza del precio, lo que no sería consecuente con la estructura misma de la subasta de cierre, que permitió en este caso hacer posturas de compra por el precio más alto, y posturas de venta por el precio más bajo dentro de los límites dados en dicho cierre.

Echó de menos el investigado la prueba técnica con la cual pudiese ser demostrado el efecto de artificialidad en el incremento del precio, y fue prolijo al señalar que la valoración de los indicios efectuada por AMV en la estructuración del pliego de cargos no es suficiente para inferir su responsabilidad. Al respecto, señaló que *“el AMV no hace una evaluación de la ‘dinámica de la negociación’”*²⁴, y a cambio el Instructor hizo conjeturas o suposiciones para establecer que existió un acuerdo deliberado entre los investigados.

1.4. La decisión de primera instancia

Mediante Resolución del 31 de mayo de 2016 la Sala de Decisión “11” del Tribunal Disciplinario de AMV absolvió a los tres investigados. Luego de hacer un

²¹ Folio 210, carpeta de actuaciones finales.

²² Folio 211, carpeta de actuaciones finales.

²³ Folios 212 y 213, carpeta de actuaciones finales.

²⁴ Folio 230, carpeta de actuaciones finales.

resumen de la solicitud formal de explicaciones y el pliego de cargos común, el *a-quo* hizo la síntesis de las intervenciones de los imputados y de lo sucedido en la audiencia.

Para el análisis de los cargos, la Sala de Decisión realizó un recuento de las conversaciones telefónicas en las que participaron siempre BBBB y John Llanos, así como de la llamada final efectuada durante la subasta de cierre. Junto a esas pruebas que consideró transversales a los investigados, el *a-quo* estudió de manera individual la responsabilidad de cada inculpado, comenzando por John Llanos, de quien precisó que recibió una orden de adquirir "de forma efectiva" las acciones CCCC, en caso de que el comportamiento del mercado fuese favorable a los intereses del cliente. Esa inferencia la realizó a partir de la interpretación de la comunicación identificada como 20140530-143300-1139, en la cual el cliente profesional le dice a su interlocutor: "*ahí se mira cuáles se van a eliminar de acuerdo a lo que vayan a botar y si botan una partida grande y uno está ganador pues las deja que se las claven todas*"²⁵.

Para la Sala de Decisión esa manifestación del cliente, unida a la declaración de BBBB, dieron claridad sobre la verdadera intención que tuvo aquel, de comprar las acciones CCCC, "*aprovechando la 'avalancha de venta fuerte' que se presentaría en la subasta de cierre*"²⁶. Al efecto, el *a-quo* tuvo en cuenta también la forma insistente, enfática y repetida en la cual el inversionista impartió las órdenes de retiro de las posturas, y también la reacción y el comportamiento dubitativo de Llanos frente a tales instrucciones.

Respecto a Olga Carolina Trujillo Álvarez, resaltó el *a-quo* que no se demostró su participación en algún "*ardid*" relacionado con la negociación de acciones CCCC, ya que no tuvo conocimiento, ni le era dable suponer, que la intención del cliente era aparentar demandas sobre dichos valores, y su participación en la subasta de cierre fue "*bajo el razonable convencimiento de que su objetivo era adquirir acciones CCCC por cuenta del citado cliente*"²⁷.

Para llegar a esa conclusión advirtió que la investigada no participó en ninguna de las llamadas previas a la subasta de cierre y tampoco conocía a BBBB. Tuvo también en cuenta, el *a-quo*, las funciones asignadas a la señora Trujillo, para establecer que ella no atendía clientes, a lo que añadió la inexistencia de pruebas dirigidas a demostrar que la inculpada tuviera algún conocimiento de la forma aparente con que se haría la postura de 500.002 acciones.

Por último, analizó la situación del investigado Leonardo Mario Jaramillo Pinzón, sin que encontrara respecto de él algún tipo de prueba dirigida a demostrar su conocimiento en relación con la estrategia de alza de precios en la subasta de cierre. Estudió la Sala la explicación relacionada con el diálogo sostenido entre Jaramillo y BBBB, sin encontrar al efecto algún elemento que otorgase certeza sobre la participación del investigado en la manipulación alegada.

²⁵ Folio 259, carpeta de actuaciones finales.

²⁶ Folio 260, carpeta de actuaciones finales.

²⁷ Folio 261, carpeta de actuaciones finales.

Tras esa evaluación de los tres investigados, concluyó el *a-quo* que no hay elementos de prueba en el expediente que condujeran a establecer la existencia de la estrategia manipulativa invocada por el Instructor. Así, el hecho del retiro de las posturas realizadas en la subasta de cierre "no es per se una práctica cuestionable"²⁸ y tampoco hay pruebas que lleven a establecer que las posturas fuesen aparentes.

Junto a la inexistencia de prueba de la estructuración de algún tipo de estrategia en la que hubieren participado los investigados y con la cual fuese demostrado el objeto de las posturas recriminadas por el Instructor, la Sala de Decisión señaló que no existe en el expediente prueba técnica con la cual pueda demostrarse que el efecto temido, de alza de precio, se hubiese producido el 30 de mayo de 2014 en relación con las acciones CCCC.

1.5. Recurso de apelación - AMV

Inconforme con la decisión de primera instancia, AMV interpuso recurso de apelación mediante el cual solicitó la revocatoria de la decisión²⁹, insistiendo en que sí se presentó la vulneración de lo dispuesto por el literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005, ya que las posturas ingresadas por los investigados buscaron dar apariencia de firmeza para incrementar artificialmente el precio de las acciones transadas. Admitió AMV que al analizar el aumento artificial del precio, no se contó con prueba técnica que demostrara que dicho efecto se produjo, pero lo que sí se logró probar es la existencia de la estrategia para procurar tal propósito, es decir, lograr el efecto artificial de aumento en el precio, a través de la postura de ofertas de compra que después fueron eliminadas.

Se apoyó, entre otras pruebas, en el contenido de la conversación telefónica identificada con el número 20140530-143300-1139, que sostuvieron BBBB y el investigado John Mario Llanos, de la cual infiere que no existió intención real de realizar la compra de las acciones.

Dijo el instructor recurrente, además, que no existe justificación financiera para retirar las tres ofertas de compra ingresadas durante la subasta de cierre, y, por lo tanto, lo que se cuestiona es el propósito que tenía dicho retiro. Añadió que existen elementos indiciarios que, valorados en conjunto, conducen a establecer que el propósito del inversionista y de los investigados era dar artificialidad del precio de las acciones al alza. Así, señaló el Instructor que "...a juicio de esta Corporación, la orden enfática y en tono fuerte que realizó el cliente se debía precisamente a que no quería que finalizara la subasta con la postura de compra abierta y esperó hasta el último momento, con la única intención de que el precio indicativo fuese más alto..."³⁰.

Agregó que el tiempo que tomó el investigado Llanos para retirar la postura fue de solo 9 segundos, lo que no es normal para cumplir ese tipo de instrucciones.

²⁸ Folio 265, carpeta de actuaciones finales.

²⁹ Folios 276 a 283 de la carpeta de actuaciones finales.

³⁰ Folio 280 de la carpeta de actuaciones finales.

1.6. Los pronunciamientos de los investigados

Los tres investigados, dentro del término procesal establecido por el Reglamento de AMV, presentaron sus pronunciamientos. La señora Olga Carolina Trujillo Álvarez³¹ acusó la impugnación presentada de carecer de sustentación, ya que el documento elaborado por AMV se limitó a reproducir las apreciaciones que fueron plasmadas en el pliego de cargos. Dijo que no puede probarse su participación en el "ardid" señalado por AMV, porque ni siquiera fue demostrada la existencia de tal "ardid". Insistió en que no conocía a BBBB y que tampoco tuvo relación comercial con él durante las cinco llamadas telefónicas tenidas como prueba por el Instructor. Rechazó de manera vehemente lo que ella denominó "tergiversación" ante la imposibilidad de probar los hechos.

La investigada agregó que se encontraba sometida a las reglas laborales de obediencia a sus superiores jerárquicos, sin que conociera de antemano alguna circunstancia que les restara el mérito profesional a ellos. Justificó el estado de miedo durante la quinta de las conversaciones –única en la que ella participó–, por el nivel de presión que se maneja en las subastas de cierre, derivado del corto tiempo para operar. Aclaró que sus preguntas durante la subasta estuvieron dirigidas a establecer los pasos a seguir, sin que pudiese inferirse que ella debía actuar en un determinado sentido con antelación.

Criticó el sesgo del instructor en relación con la intervención de BBBB durante la investigación. En particular, fue insistente con la inexistencia de pruebas que demostraran una estrategia planeada entre los investigados y el inversionista profesional.

John Mario Llanos Garzón³², también por conducto de su apoderado, coincidió con la señora Trujillo al echar de menos en el recurso cualquier tipo de demostración novedosa de responsabilidad.

Se pronunció sobre la forma en que se desarrolló la subasta de cierre, destacando que la implementación de los límites, superior e inferior, forman parte de las prácticas de ese tipo de subastas. Por lo tanto, el hecho de que se hubieren ingresado ofertas de compra con base en el límite de precio superior, no es un indicador inequívoco de una estrategia de manipulación. Criticó las hipótesis contenidas en el recurso, dado que no es posible en el mercado hacer las predicciones que AMV resalta. Indicó que las instrucciones de un cliente pueden variar, sin que ello implique la existencia de estrategias y resaltó que ello es muy frecuente en este tipo de operaciones, dado que en la subasta de cierre no hay certeza del precio final al que se van a adquirir los títulos.

De otra parte, no consideró admisible que se presuma el surgimiento de una estrategia manipulativa entre el momento en que el cliente imparte su orden, y el instante en el que ordena eliminarla. Resaltó que su participación se limitó a

³¹ Folios 287 a 294 de la carpeta de actuaciones finales.

³² Folios 295 a 307 de la carpeta de actuaciones finales.

dar cumplimiento a las órdenes impartidas por el inversionista, sin que exista prueba de su participación en la estructuración de tales operaciones, mucho menos en algún tipo de modalidad dirigida a manipular la especie CCCC.

Rechazó la posibilidad de que el AMV desarrolle *“doctrina sobre los que se debe considerar como la ‘lógica económica’ o ‘razonabilidad financiera’ que explique la orientación de los mercados, tema que no solo se sale de su competencia, sino que también desbordan las limitadas esferas epistemológicas que han buscado explicar el errático comportamiento de los mercados bursátiles desde hace siglos”*³³.

Coincidió con Trujillo, nuevamente, al poner de presente la posición sesgada del Instructor, y particularizó la forma en que se contabilizó el tiempo de 9 segundos para cumplir la orden del cliente. Dijo, al respecto, que las órdenes deben ser cumplidas en el menor tiempo posible.

Contrario a la valoración efectuada por el Investigador, el señor Llanos Garzón dio una idea diferente a la conversación telefónica que sostuvo con el cliente BBBB. Hizo referencia, claro está, a la comunicación identificada como 20140530-143300-1139, en la cual el cliente profesional le dice a su interlocutor: *“ahí se mira cuáles se van a eliminar de acuerdo a lo que vayan a botar y si botan una partida grande y uno está ganador pues las deja que se las claven todas”*³⁴. Señaló que se refería a “uno” mismo y no a otros inversionistas, por lo que el entendimiento va de la mano con el que hizo la Sala de Decisión, es decir, que se trataba de posiciones dirigidas a comprar acciones.

Por último, Leonardo Mario Jaramillo³⁵ puso de presente que de acuerdo con las normas del mercado de valores es posible ingresar y retirar puntas, teniendo en cuenta los límites superior e inferior, por lo que no puede ser catalogada de manipulativa una conducta que se enmarque dentro de esas posibilidades, sobre todo si se tiene en cuenta que *“no solo los investigados sino los demás operadores del mercado... ese día también hicieron uso de esa posibilidad”*³⁶. Solicitó que las partes fuesen citadas a la audiencia de que trata el artículo 88 del Reglamento de AMV.

1.7. Desarrollo de la audiencia

A la audiencia se citó a todos los investigados; sin embargo, el señor John Mario Llanos Garzón y la señora Olga Carolina Trujillo Álvarez desistieron, a través de sendas comunicaciones escritas allegadas el 21 de octubre, respectivamente, a la Secretaría del Tribunal Disciplinario, de su derecho de ser escuchados en dicho trámite. Adicionalmente, antes de iniciar la audiencia la apoderada del señor Leonardo Mario Jaramillo Pinzón presentó una excusa médica que justificó su inasistencia, por lo tanto y en aplicación de lo dispuesto en el artículo 11 del Reglamento Interno del Tribunal Disciplinario, se tuvo por

³³ Folio 299 de la carpeta de actuaciones finales.

³⁴ Folios 300 y 301, carpeta de actuaciones finales.

³⁵ Folios 308 a 310 de la carpeta de actuaciones finales.

³⁶ Folio 305, carpeta de actuaciones finales.

acreditada la existencia de un evento de fuerza mayor que le hizo imposible asistir personalmente a la audiencia. Por este motivo, actuó en su representación su apoderada y se contó igualmente con la intervención de AMV.

II. CONSIDERACIONES DE LA SALA

2.1. Competencia

De acuerdo con lo establecido en el numeral 1° del artículo 98 del Reglamento de AMV, es función de la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario resolver los recursos de apelación interpuestos contra las decisiones de primera instancia. De ello surge evidente la competencia de esta Sala para pronunciarse de fondo sobre la impugnación presentada por AMV contra la Resolución No. 5 del 31 de mayo de 2016, expedida por la Sala de Decisión "11" del Tribunal Disciplinario de AMV.

Adicionalmente, el artículo 54 del Reglamento de AMV³⁷ indica que la función disciplinaria ejercida por AMV tiene como sujetos pasivos los sujetos de autorregulación. Al respecto, el artículo 1° del Reglamento de AMV³⁸, en concordancia con el artículo 11.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010³⁹, establece que los sujetos pasivos de la función disciplinaria son, entre otros, las personas naturales vinculadas.

Ahora bien, para la época de los hechos objeto de reproche, los investigados estaban vinculados a la sociedad comisionista de bolsa AAAA, como se demuestra con los registros de los profesionales en el mercado de valores publicados por SIMEV, que militan a folios 1 a 3 de la carpeta original de pruebas, y la aceptación de esa circunstancia por parte de los tres investigados. En consecuencia, los investigados son sujetos pasivos de la función disciplinaria de AMV dado que tienen la condición de sujetos de autorregulación.

³⁷ Reglamento AMV. Artículo 54. Sujetos pasivos. *Serán sujetos pasivos de los procesos disciplinarios los sujetos de autorregulación.*

³⁸ Reglamento AMV. Artículo 1° Definiciones. Para efectos de este Reglamento serán aplicables las siguientes definiciones: (...) Sujeto de autorregulación: Los miembros, los asociados autorregulados voluntariamente y sus personas naturales vinculadas.

³⁹ Decreto 2555 de 2010. Artículo 11.4.1.1.2. Sujetos de autorregulación. *Los organismos de autorregulación ejercerán sus funciones respecto de los intermediarios de valores que sean miembros de los mismos, ya sean personas naturales o jurídicas, quienes estarán sujetos a los reglamentos de autorregulación. (...) Adicionalmente, las funciones del organismo de autorregulación se ejercerán respecto de las personas naturales vinculadas a cualquier intermediario de valores que sea miembro del organismo de autorregulación correspondiente, aun cuando tales personas no se encuentren inscritas previamente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, RPMV ni hayan sido inscritas en el organismo autorregulador, de conformidad con lo previsto en el artículo 11.4.6.1.3 del presente decreto. (...) La vinculación de una persona natural a un intermediario de valores que sea miembro de un organismo de autorregulación implica que este podrá ejercer sus funciones en relación con dicha persona, así como la aceptación de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro donde opera el respectivo intermediario. Parágrafo. Para los efectos del presente Libro, se entiende por personas naturales vinculadas a cualquier intermediario de valores a los administradores y demás funcionarios del respectivo intermediario, independientemente del tipo de relación contractual, en cuanto participen, directa o indirectamente, en la realización de actividades propias de la intermediación de valores.*

Finalmente, el artículo 90 del Reglamento de AMV⁴⁰ indica el término con el que cuenta la Sala de Revisión para emitir la decisión de segunda instancia, que comienza a contarse desde el vencimiento de la oportunidad para pronunciarse con que cuenta la parte no apelante.

En el presente caso, teniendo en cuenta que la Secretaría del Tribunal Disciplinario dio traslado del recurso de apelación el 22 de junio de 2016, el término con que contaban los investigados para pronunciarse al respecto venció el 5 de julio del mismo año. En consecuencia, la oportunidad con que cuenta la Sala de Revisión para pronunciarse no vence antes del 5 de julio de 2017, y, por lo mismo, en la actualidad es competente para pronunciarse sobre el fondo del asunto.

Las anteriores razones sustentan, entonces, la competencia objetiva, subjetiva y temporal de la Sala de Revisión para pronunciarse de fondo sobre la impugnación presentada.

2.2. Análisis del caso.

2.2.1. De las grabaciones allegadas al proceso.

Según lo dispuesto en el artículo 29 de la Ley 964 de 2005⁴¹ los organismos de Autorregulación tienen la competencia para decretar la práctica de las

⁴⁰ Reglamento de AMV. Artículo 90. Término para decidir el recurso (Artículo modificado por la Resolución 1302 de 2007. Publicado en el Boletín Normativo 04 AMV el 26 de julio de 2007. Entró en vigencia el 30 de julio de 2007). *Para efectos de decidir sobre los recursos de apelación, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario contará con un término de cuarenta (40) días hábiles, contados a partir del día hábil siguiente al vencimiento del término de que trata el inciso segundo del artículo 87. (...) El vencimiento del término a que se refiere el inciso anterior no afecta la validez del procedimiento y no exime ni excusa a la Sala de Revisión del Tribunal disciplinario del deber de decidir el mismo. (...) La Sala de Revisión no podrá proferir una decisión que imponga sanciones a las personas investigadas después de transcurrido más de un (1) año contado a partir del día hábil siguiente al vencimiento del término de que trata el inciso segundo del artículo 87. (...) De igual manera, sin perjuicio del principio de reformatio in pejus, la Sala de Revisión no podrá proferir una decisión incrementando la sanción o imponiendo sanciones adicionales después de transcurrido el término señalado. Contra la decisión adoptada por la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario no procederá ningún recurso.*

⁴¹ Ley 964 de 2005, artículo 29. En ejercicio de la función disciplinaria, se deberán establecer procedimientos e iniciar de oficio o a petición de parte acciones disciplinarias por el incumplimiento de los reglamentos de autorregulación y de las normas del mercado de valores, decidir sobre las sanciones disciplinarias aplicables e informar a la Superintendencia de Valores sobre las decisiones adoptadas en materia disciplinaria. (...) Quien ejerza funciones disciplinarias podrá decretar, practicar y valorar pruebas, determinar la posible responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas dentro de un proceso disciplinario, imponer las sanciones disciplinarias establecidas en los reglamentos, garantizando en todo caso el derecho de defensa y el debido proceso. (...) Las pruebas recaudadas por quien ejerza funciones disciplinarias podrán ser trasladadas a la Superintendencia de Valores en ejercicio de su facultad sancionatoria. Igualmente, las pruebas recaudadas por la Superintendencia de Valores podrán trasladarse a quien ejerza funciones disciplinarias, sin perjuicio del derecho de contradicción. (...) Los procesos y acciones disciplinarias se podrán dirigir tanto a los intermediarios del mercado de valores como a las personas naturales vinculadas a estos. (...) Parágrafo. La función disciplinaria de que trata este artículo, podrá continuar ejerciéndose a través de cámaras disciplinarias en los términos y condiciones que determine el Gobierno Nacional. (Nota de la Sala: En donde se hace referencia a la Superintendencia de Valores, debe entenderse que se trata de la Superintendencia Financiera).

pruebas necesarias en orden a determinar la existencia o ausencia de responsabilidad disciplinaria en cabeza de los sujetos investigados.

En el mismo sentido, el artículo 61 del Reglamento de AMV⁴², establece que en los procesos disciplinarios rige el principio de libertad probatoria, de forma que, en su desarrollo, resulta admisible el empleo de cualquier medio que sea útil para llevar a la Sala a la formación del convencimiento. Dicha norma incluye, taxativamente, las grabaciones de voz.

Y a propósito de las grabaciones de voz, a los intermediarios de valores les son impuestas por el mencionado Reglamento cargas específicas de registro y trazabilidad de las conversaciones, para efectos de control posterior, entre otros por el Autorregulador. En efecto, el artículo 46.6⁴³ del Reglamento de AMV obliga a los intermediarios de valores a realizar la adecuada grabación y reproducción de las comunicaciones telefónicas que tengan lugar para la realización de operaciones sobre valores, las que deben estar en condiciones de suministrar cuando las autoridades las requieran.

Estos argumentos conducen a que este panel disciplinario tenga por admisible y plenamente válida, conforme a la normativa reseñada, la valoración de las grabaciones telefónicas sobre la cuales el Instructor estructuró esta actuación disciplinaria, que serán examinadas en esta resolución. Además, en respeto de las garantías que comprenden el derecho fundamental al debido proceso, tales evidencias documentales fueron debida y oportunamente trasladadas a los investigados⁴⁴, quienes contaron con la oportunidad de oponerse a ellas y controvertirlas con los medios de prueba de su elección, como en efecto lo hicieron.

2.2.2. De los cargos imputados.

⁴² Reglamento de AMV, Artículo 61. *Los procesos disciplinarios tendrán libertad probatoria. En tal sentido, podrá emplearse cualquier medio de prueba recaudado, entre otros los medios físicos o electrónicos que sean útiles para la formación del convencimiento. Estos medios podrán incluir entre otros, grabaciones de voz y de imagen, registros electrónicos, mensajes de datos, informaciones o documentos recaudados en visitas a los miembros o asociados autorregulados voluntariamente, declaraciones de personas que realizaron o conocieron los hechos o información solicitada a éstas últimas. (...) Con el objeto de garantizar el principio de contradicción y el derecho de defensa, AMV tendrá a disposición del investigado todas las pruebas que se recauden dentro del proceso, bien si lo han sido de manera previa a la solicitud formal de explicaciones o una vez notificada esta última, con el objeto de que las mismas puedan ser controvertidas, si es el caso, en las oportunidades probatorias correspondientes.*

⁴³ Reglamento de AMV, artículo 46.6 Grabación de llamadas con adecuada calidad (Artículo adicionado por el Boletín Normativo 09 de AMV del 6 de octubre de 2008, aprobado mediante Resolución 1591 de la SFC y entró en vigencia el 7 de octubre de 2008). *Los miembros deberán establecer procedimientos y mecanismos técnicos, seguros y eficientes que permitan la adecuada grabación y reproducción de las comunicaciones telefónicas que tengan lugar para la realización de operaciones sobre valores, y cualquier otra comunicación realizada desde las mesas de negociación. Dichos mecanismos deben garantizar la identificación de la fecha, hora, minuto y segundo en que la comunicación se llevó a cabo de conformidad con la hora oficial colombiana, y que las grabaciones sean audibles y almacenadas de manera íntegra. Dichos mecanismos deben permitir identificar las alteraciones que hayan podido sufrir las grabaciones. El miembro debe estar en condiciones de suministrar de manera oportuna las grabaciones que le sean solicitadas por las autoridades del mercado de valores.*

⁴⁴ Por comunicación del 4 de marzo de 2015, obrante a folios 21 a 23 del cuaderno de pruebas originales se decretaron e incorporaron pruebas dentro de la investigación. Esa comunicación fue enviada a cada uno de los investigados, según consta a folios 24, 27 y 30 de la carpeta de pruebas original.

Los cargos elevados contra los tres investigados se relacionan con el posible desconocimiento de los artículos 50 de la Ley 964 de 2005⁴⁵, 48⁴⁶ y 36.1⁴⁷ del Reglamento de AMV.

Las dos primeras conductas están enmarcadas, de forma general, por el artículo 50 de la Ley 964 de 2005 como *infracciones*, pero particularmente el Reglamento de AMV las encuadra en la órbita de las *conductas manipulativas del mercado*.

La manipulación del mercado puede producirse, tal como se infiere del contenido normativo mencionado, a partir de las actividades dirigidas a dar apariencia a las ofertas o demandas por valores, en el entendido que tales demandas u ofertas no tengan contenido de veracidad, sino todo lo contrario; es decir, que no correspondan a una real intención de comprar o de vender, según el caso, sino que persiguen enviar un mensaje distorsionado, artificial, aparente, a los demás inversionistas y al mercado. También puede producirse la conducta manipulativa sancionable, a través de maniobras con las que se busque la disminución, aumento, estabilización o mantenimiento artificial del precio de una determinada especie, o cuando dicha artificialidad se encuentra en la órbita de la demanda o la oferta de determinado valor, con lo cual se altera o busca alterar la realidad de su liquidez.

Con el objeto de ofrecer mayor claridad sobre la manera en que se estructura este tipo de operaciones, la Sala encuentra procedente en este caso acudir al apoyo de la doctrina internacional especializada, y en particular la literatura relacionada con la figura que se conoce como '*spoofing*', por ser la que guarda mayor relación con el presente caso. La Sala se permite hacer la traducción parcial del artículo '*Spoofing: A Proposal for Normalizing Divergent Securities and Commodities Futures Regimes*', de John Sanders, publicado en *Wake Forest Law Review*, en mayo de 2016:

"El Spoofing es un esquema que involucra a un operador o 'spoofeer' que ingresa posturas con la esperanza de inducir a otros a actuar en respuesta a ellas; el 'spoofeer', posteriormente, cancela sus posturas iniciales, con el objetivo de obtener un beneficio a través de posturas con signo contrario. Por ejemplo, un inversionista frecuente puede comprar acciones poco negociadas a un precio de cinco centavos para después venderlas a un precio mayor y así obtener

⁴⁵ Ley 964 de 2005, Artículo 50. Infracciones. "Se consideran infracciones las siguientes: (...) b) Realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o coadyuvar con transacciones u otros actos relacionados, que tengan como objetivo o efecto: (...) iii) Aparentar ofertas o demandas por valores; iv) Disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor."

⁴⁶ Reglamento AMV. Artículo 48 del Reglamento de AMV. Manipulación de mercado. "Los sujetos de autorregulación se abstendrán de incurrir en las situaciones descritas en el literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005".

⁴⁷ Reglamento AMV. 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."

una utilidad. Así, el operador ingresa un número representativo de posturas para comprar, que genera el convencimiento en otros operadores que el valor de esa especie aumentará. Lo que lleva a esos operadores a ingresar posturas para comprar a precios elevados. Mientras tanto, el operador inicial discretamente cancela sus posturas, y finalmente, vende lo que compró a cinco centavos al inicio de la estrategia a los otros operadores que engañados presentaron posturas a precios elevados"⁴⁸.

En la explicación y el ejemplo que se presentan, se observa una de las principales condiciones necesarias para que se materialice esta práctica, identificada por la doctrina extranjera dentro del ámbito de las conductas manipulativas de precios, que consiste en la intención previa del inversionista de evitar, a toda costa, que su oferta inicial sea calzada, es decir, que su orden no sea aceptada antes de que él logre cancelarla, y así poder lanzar la orden de signo contrario, ya que ese inversionista solo quiere afectar o modificar la percepción de los demás integrantes del mercado, para obtener un eventual provecho.

Uno de los casos más icónicos de 'spoofing' fue conocido por el autorregulador Commodity Futures Trading Comm'n, CFTC, en el cual se vinculó al residente británico Navinder Singh Sarao y su compañía Nav Sarao Futures Limited PLC, en abril de 2015. El caso de Singh Sarao tuvo una particular complejidad en su instrucción e investigación, derivada de la doble normatividad aplicable al caso: la primera, proveniente de Security and Exchange Commission (SEC) y la segunda de CFTC. Para lo que interesa en este caso, se resalta que ambas reglamentaciones tienen en común que para la configuración del 'spoofing' se requiere la presencia de una estrategia que busca dar variación del precio, a través de la creación de una artificialidad derivada de la presentación de ofertas que envían un mensaje al mercado, y luego son retiradas, para realizar una oferta, esta sí real, aunque de signo contrario. La diferencia entre una y otra regulación se encuentra no solo en el tipo de mercado sobre el que cada una recae, sino en el carácter penal que la SEC le atribuye a la conducta.

⁴⁸ Sanders, John I. *Spoofing: A Proposal for Normalizing Divergent Securities and Commodities Futures Regimes*, Wake Forest Law Review, mayo de 2016, páginas 517 a 543. "Spoofing is a scheme that involves a trader, or a 'spoofers', placing large trades in hopes of inducing others to act in response to those trades; the 'spoofers' then cancels his initial trades in order to capture a profit on trading positions he holds on the opposite side of the market. For example, a high-frequency trader might purchase shares of a thinly-traded stock at five cents per share, which the trader would want to sell for a profit at a higher Price. The trader would then place several very large buy orders that other traders would interpret as a strong conviction that the stock will soon increase in value. Those other traders would in turn place orders to buy at increasingly higher prices. Meanwhile, the initial trader discreetly cancels his large orders. Finally, the initial trader sells the five-cent shares he purchased at the start of the scheme to the traders he fooled into bidding the Price higher to ten cents".

Este tipo de operaciones fueron prohibidas en los Estados Unidos, a través del denominado "Dodd-Frank Act"⁴⁹ de 2010, que ha sido utilizado y replicado también por entidades de autorregulación como FINRA, CFTC y SEC.

Los ejercicios de autorregulación extranjera e incluso el Dodd-Frank Act se han encargado de identificar los elementos comunes o de mayor frecuencia en las actividades con las cuales se articularon las estrategias de 'spoofing'. En ellas es clara la participación de conocedores del mercado, que aprovechan precisamente su experiencia y conocimiento para manejar a su favor información generadora de artificialidad en el mercado mismo. Lo logran, por vía de ejemplo, induciendo a los demás participantes del mercado a reaccionar de una manera tal, que al final le conceden un beneficio al inversionista 'spoofing', quien ha actuado con unas ofertas artificiales que luego son cambiadas por la oferta real de signo contrario, y por esa vía aprovecha la reacción de los demás inversionistas.

En Colombia el literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005 establece que las conductas de manipulación proscritas pueden tener **como objetivo o efecto** unos resultados que se destacan, respectivamente, en los ordinales iii) y iv) del mismo literal.

Interesa a la Sala distinguir, en este punto, las dos posibilidades de adecuación típica de los ordinales iii) y iv) del mismo literal b) del artículo 50 de la Ley 964, dado que puede llegar a desarrollarse uno cualquiera de los verbos, o a materializar cualquiera de las conductas proscritas, en tanto se tenga sólo el propósito u objetivo de que ello suceda, y también cuando se produce el efecto manipulativo. Esa dicotomía es importante resaltarla, entre otras razones, porque los medios probatorios que sirven para demostrar la configuración de uno y otro caso, pueden llegar a ser distintos.

El legislador colombiano prohibió realizar actividades que tengan como propósito o que alcancen la finalidad de manipular el precio de una especie o su liquidez. En efecto, como se ha dicho, el artículo 50 de la Ley 964 de 2005 considera como infracción la realización, autorización o cualquier tipo de colaboración en actividades que tengan como finalidad u objetivo, o con las cuales se logre dar apariencia a unas ofertas o demandas por valores, o se aumente artificialmente el precio o la liquidez de esos valores. En consecuencia, no se requiere la demostración de la finalidad alcanzada, sino que basta con la prueba de que se quería realizar la actividad infractora.

Respecto a la conducta de manipulación, el Tribunal Disciplinario tuvo la oportunidad de pronunciarse en las Resoluciones 5 del 31 de octubre del 2011 (01-2010-186) y 3 del 27 de marzo del 2015 (02-2012-255), en las cuales hizo estas consideraciones que resultan pertinentes citar para el estudio del caso concreto. En tales oportunidades se expuso lo siguiente:

⁴⁹ En 2010 el Presidente de los Estados Unidos de Norteamérica, Barack Obama, firmó el Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, con el cual se busca prohibir o restringir actividades como el 'spoofing'.

“Para determinar si existe una artificialidad en el precio, se debe observar la forma en que interactúan las fuerzas de la oferta y de la demanda en cada caso concreto, con el fin de evaluar si corresponden a situaciones naturales de mercado. Cuando estas fuerzas son legítimas, se entiende que el precio no es artificial. Por otro lado, cuando el precio es afectado por un factor que no es legítimo, el resultado es necesariamente un precio artificial”⁵⁰.

“Es importante tener en cuenta, sin embargo, que el cambio en el precio de un título también puede ser el resultado de factores externos y ajenos a los sujetos que hacen parte de la negociación. En razón de ello, si las autoridades del mercado juzgan conveniente activar sus competencias disciplinarias ante situaciones que, a su juicio, afectan el adecuado proceso de formación de precios en el mercado, deben tener en cuenta, entre otros elementos, la manera en que las intenciones de compra o venta fueron introducidas al mercado, la dinámica de la negociación, los movimientos históricos del precio de la especie y el volumen de negociación previo a la operación que es objeto de cuestionamiento. Igualmente, es importante tomar en consideración la liquidez, pues tratándose de títulos ilíquidos la venta de cualquier monto puede afectar de manera significativa su valor en el mercado”⁵¹.

En la citada Resolución No. 5, proferida por la Sala de Decisión 1 del Tribunal Disciplinario de AMV en octubre de 2011, se buscó apoyo también en doctrina extranjera y particularmente en la obra de Cristian Dutescu, *The manipulation of the capital market*, con base en la cual la Sala indicó:

“Por último, también a nivel supranacional, en el ámbito europeo, la Sala destaca el aporte que en estos asuntos, relacionados con la descripción de las conductas que suelen caracterizar la manipulación de mercado, encuentra en la doctrina especializada.

Así por ejemplo, es reconocido en ese ámbito Cristian Dutescu, quien sobre el particular, con notoria claridad conceptual, ha expresado algunas opiniones que resultan aplicables a la situación fáctica conocida ahora por este panel del Tribunal Disciplinario:

‘Señales de manipulación del mercado de capitales a través de órdenes o negociaciones que mantienen el precio de uno o varios valores, en un nivel artificial o anormal.

(...)

Cuando las órdenes emitidas o las operaciones ejecutadas son una porción importante del volumen diario de operaciones ejecutadas respecto de determinado valor en un mercado regulado,

⁵⁰ Resolución No. 5 del 31 de octubre del 2011 (01-2010-186)

⁵¹ Resolución No. 3 del 27 de marzo del 2015 (02-2012-255)

especialmente en el caso en que dichas actividades conlleven una sensible variación del comportamiento de este valor.

(...)

Órdenes que son emitidas u operaciones que son ejecutadas precisamente en el momento o cerca del momento de calcular referencias de tendencias, liquidaciones (precio de liquidación) y demás evaluaciones.

Esta presencia de una posible manipulación del mercado es la base de la práctica manipulativa denominada 'marking the close'.

Las órdenes o negociaciones ejecutadas en el momento de calcular el precio de referencia, o de hacer las estimaciones de liquidación, pueden llevar a la fijación de un nivel artificial de estos precios, situación que traerá daños y perjuicios a los inversionistas de buena fe, quienes pueden tomar decisiones de inversión en función de los precios, o bien se ven obligados a marcar una pérdida o reducir las ganancias, en razón a los niveles de precio anormal que han sido establecidos, por prácticas manipulativas.

(...)

Venta o compra de valores en el cierre del mercado, con el propósito de engañar a los inversionistas quienes actúan con base en los precios de cierre.

Estamos en la presencia, en este caso, de una técnica de manipulación que es bien conocida en todos los mercados globales"⁵²

2.2.3. Valoración probatoria y decisión

El artículo 61 del Reglamento de AMV⁵³ al tiempo de ofrecer libertad probatoria, le permite al Tribunal Disciplinario ejercer una actividad de valoración guiada por el método de sana crítica o persuasión racional, con apoyo en las pruebas útiles e incluso en los indicios que se encuentren en el acopio probatorio, sin que haya

⁵² Resolución No. 5 del 31 de octubre de 2011, páginas 39 y 40.

⁵³ Reglamento de AMV, artículo 61. Pruebas. *Los procesos disciplinarios tendrán libertad probatoria. En tal sentido, podrá emplearse cualquier medio de prueba recaudado, entre otros los medios físicos o electrónicos que sean útiles para la formación del convencimiento. Estos medios podrán incluir entre otros, grabaciones de voz y de imagen, registros electrónicos, mensajes de datos, informaciones o documentos recaudados en visitas a los miembros o asociados autorregulados voluntariamente, declaraciones de personas que realizaron o conocieron los hechos o información solicitada a éstas últimas. Con el objeto de garantizar el principio de contradicción y el derecho de defensa, AMV tendrá a disposición del investigado todas las pruebas que se recauden dentro del proceso, bien si lo han sido de manera previa a la solicitud formal de explicaciones o una vez notificada esta última, con el objeto de que las mismas puedan ser controvertidas, si es el caso, en las oportunidades probatorias correspondientes.*

lugar para valorar pruebas nulas u obtenidas con algún tipo de violación al derecho al debido proceso.

En el presente caso la tarea probatoria realizada por el Instructor y que fue en su momento tenida en cuenta por la Sala de Decisión, giró alrededor de la construcción de una estrategia a lo largo de la jornada vespertina del 30 de mayo de 2014.

Con todo, observa la Sala de Revisión que el espectro probatorio es más amplio, y se inicia en la noticia difundida el 14 de mayo de 2014 en el portal web de DataIxf, de la cual se hizo mención desde la solicitud formal de explicaciones⁵⁴, derivada de la revisión hecha en el índice Msci Colombia y que condujo a *"la salida de la acción CCCC de dicho índice, a partir de lo cual analistas del mercado consideraron que se generarían ventas de ese activo cercanas a los US\$52 millones por parte de los fondos pasivos que invierten en el ETF que replica este índice"*⁵⁵. Lo anterior significó en su momento que resultaba previsible para los inversionistas que el 30 de mayo se pudiesen presentar actividades inusuales sobre la mencionada especie, que se tradujeron, en efecto, en el incremento exponencial de venta de acciones durante la rueda de ese día, en comparación con las ruedas de los días anteriores.

El comportamiento normal de una especie cuyas ventas aumentan, es la disminución del precio, precisamente como consecuencia del exceso de oferta. Dependerá, en todo caso, de los niveles de demanda que en la misma jornada se presenten, para la conformación del precio del determinado bien.

La jornada del 30 de mayo de 2014 sería entonces un escenario perfecto para aprovechar el pronosticado comportamiento inusual de la acción CCCC. No se sabía qué iba a ocurrir, pero era previsible que algo pudiese ocurrir con la mencionada especie.

De acuerdo con las pilas que obran en el expediente⁵⁶ a lo largo de la rueda del 30 de mayo de 2014, y hasta antes de la subasta de cierre, el cliente BBBB compró acciones CCCC, y ello lo hizo con el apoyo del investigado John Mario Llanos Garzón, con quien mantuvo constante contacto telefónico.

La Sala de Decisión centró el análisis en las conversaciones que se produjeron entre las 14:19:30 y 14:47:40, extendiéndose ésta última hasta el final de la subasta de cierre. Con todo, hay que señalar que durante el curso de la jornada se presentaron diálogos adicionales, que permiten establecer la existencia de la estrategia dirigida a comprar acciones CCCC a un bajo precio, para luego proceder a venderlas durante la subasta de cierre, desde luego que a un precio favorable, lo que no es contrario a las normas del mercado de valores; sin embargo, al demostrarse que las ofertas de compra que introdujeron los investigados al inicio de la subasta de cierre, no tuvieron la finalidad de

⁵⁴ Folio 4 de la carpeta de actuaciones finales y folio 4 de la carpeta original de pruebas, documento de Word denominado Noticia DATAIFX.

⁵⁵ Folio 4 de la carpeta de actuaciones finales.

⁵⁶ Folio 4 de la carpeta de pruebas originales, CD. Pilas

encontrar un calce, sino de enviar un mensaje al mercado, para después presentar una postura de signo contrario, con el resultado favorable ya mencionado, tornó la estrategia contraria a las normas del mercado.

Ejemplo de ese comportamiento se encuentra en la conversación telefónica 20140530-133044-1139-1340, llevada a cabo entre ellos a las 13:30:44, en la cual el inversionista le expresa a su comercial: *"Hay que guardar la pólvora para dentro de hora y media"*, es decir, su propósito hasta antes de la subasta de cierre era claramente comprar el mayor número posible de acciones al más bajo precio. En efecto, en su contexto, durante esa conversación los señores BBBB y Llanos manifestaron el claro interés de comprar acciones en altos volúmenes y al mejor precio posible, e incluso se duelen por haber dejado pasar la oportunidad de comprar 500 mil acciones. También hicieron referencia a que *"lo importante es que ya están por encima de nosotros"*, y reiteran que el precio de la acción se encontraba a \$25.360, cuando el inversionista había comprado a \$25.320.

En la conversación 20140530-114332-1139 el cliente le imparte instrucciones claras de compra a Llanos Garzón, para calzar todas las operaciones visibles que coincidieran con el precio deseado de \$25.300 por acción.

A las 13:23:17 se presenta otra conversación entre el inversionista y su comercial:

"-Cliente: ¿Aló?"

-Comercial: ¿Usted se ha dado cuenta que casi el treinta por ciento de... ordinarias hemos sido nosotros? ¿o no?"

-Cliente: Sí

-(risas)

-Cliente: Pero venga, venga, llevamos tres millones quinientas mil acciones. ¿Y cuántas cree que... acá finalmente?"

-Comercial: Lo que pasa es que en estos días han operado ciento veintiún mil millones.

-Cliente: por eso es que me he anticipado, porque al final no van a botar todo ese tarrado...

-Comercial: yo estoy pensando lo mismo.

(...)

-Cliente: y al final pues hay que guardar pólvora...

(...)".

El desarrollo de la estrategia conservó un patrón durante ese día: fueron compradas acciones al mejor precio posible, que se iban vendiendo en menores cantidades, pero siempre a mejor precio. Hasta antes de la subasta de cierre, el investigado compró por cuenta de su cliente durante la jornada continua paquetes de acciones a partir de las 10:54:33, hora en la cual adquirió 99.285 y hasta las 14:13:23 otro de 50.000, como se demuestra con los medios verificables⁵⁷ obrantes en el expediente. Posteriormente, vendió a partir del momento en que el precio de la acción alcanzó los \$25.540.

⁵⁷ Folio 4 carpeta de pruebas original. CD que contiene carpeta "Respuesta", subcarpetas "AMV 1315", "1. Medio verificable y LEO", "MEDIO VERIFICABLE", "Grabaciones".

Tal como lo resaltó el Instructor, las conversaciones sostenidas entre BBBB y John Mario Llanos Garzón entre las 14:19 y las 14:39 estuvieron dirigidas a diseñar la forma en que operarían durante la subasta de cierre. La Sala de Revisión se remite al contenido de las llamadas telefónicas y a las transcripciones que de ellas se hizo en el pliego de cargos y en la decisión de primera instancia, limitándose a resaltar en este punto los aspectos más relevantes de ellas:

*"(...) necesito que hagamos lo siguiente para estar bien coordinados (...) usted envía una con 500.001 acciones (...) y esta chiquita 500.002 acciones (...) Leonardo 500.003 acciones vale **cuando yo le diga retire** las 500.001 que sepa cuál es o **según la que le vaya a decir que la retire** (...) o sea 500.001 va a ser la suya (...) 500.002 la pelada de allá y Leonardo el 3 (...)"⁵⁸.*

Eso lo hace para identificar claramente las órdenes y facilitar el proceso para eliminarlas, según sus intereses. Ya había anticipado el deseo de eliminar las ofertas de compra. No otra intención tuvo para identificar sus propias ofertas, con las "marcas" preconcebidas.

Más adelante, el inversionista le dio la instrucción inequívoca a Llanos Garzón:

*"...o sea yo tendría que decirle a usted **elimine** por ejemplo pelada que es el 2 (...) porque como **no sé en qué orden van a entrar** (...) entonces apenas salga el indicativo todos nos tenemos que botar (...) al límite superior **y ahí se mira cuáles se van a eliminar** de acuerdo a lo que vayan a botar y si botan una partida grande y uno está ganador pues las deja que se las claven todas"⁵⁹.*

La forma en que se estructuró la participación de los otros dos investigados, el papel que cada uno jugaría durante la subasta de cierre y la inequívoca instrucción de eliminar posturas de compra, previamente identificadas, permite establecer a la Sala, más allá de toda duda razonable, que John Mario Llanos Garzón y los otros investigados en un nivel diferente, como se explicará posteriormente, incurrieron en la conducta manipulativa proscrita por los artículos 50 de la Ley 964 de 2005 y 48 del Reglamento de AMV, dado que el primero, ideó una estrategia para ingresar tres o posiblemente cuatro posturas de compra de acciones, todas al precio superior y entre todos la ejecutaron. Aprovecharon que el reglamento de la Bolsa de Valores de Colombia y las reglas de negociación del mercado accionario en Colombia⁶⁰ permiten el ingreso, modificación y retiro de órdenes, además de contar con un techo o precio límite superior al cual podrían hacer ofertas de compra de acciones, sin que fuesen calzadas de inmediato, dado que es el final aleatorio el que conduce a que se calcen las ofertas y las demandas.

Ahora, debía tener cuidado, eso sí, de impedir que los calces se realizaran. Para ello, como se ha dicho, Llanos Garzón le dijo a los otros investigados que las órdenes serían ingresadas por "500.001", "500.002" y "500.003" acciones,

⁵⁸ Llamada 20140530-142334-1304.

⁵⁹ Llamada 20140530-143300-1139.

⁶⁰ Folios 6 a 18 de la carpeta de pruebas original.

con la clara instrucción de hacer las ofertas de compra al precio más alto e ingresándolas tan pronto como inició la subasta de cierre, para que su postura fuese llamativa para el mercado por precio y oportunidad. Sabía Llanos Garzón, así mismo, que las órdenes ingresan al sistema de negociación bajo las condiciones de precio/tiempo, es decir, que las órdenes de compra y/o venta se ordenan de mayor a menor precio en compra, y luego por orden cronológico, de la más antigua a la más reciente.

Por ese motivo el inversionista BBBB manifestó su molestia cuando Llanos Garzón se equivocó y en lugar de ingresar la cuarta oferta "500.004", como una adicional, lo que hizo fue modificar la inicial "500.001", con lo cual perdió el puesto. En ese orden, para la Sala de Revisión la forma insistente, enfática y repetida en que fueron impartidas las órdenes de retiro, no se derivó de la intención real de compra, sino del propósito de evitar el calce aleatorio de las posturas ingresadas con el precio límite superior.

Reitera la Sala de Revisión que pese a que no se demostró por el Instructor el efecto realmente producido por el ingreso de ofertas de compra artificiales, en relación con el precio de referencia, sí hay elementos probatorios que le otorgan suficiente convencimiento a la Sala, más allá de toda duda razonable, que la intención del investigado John Mario Llanos Garzón era enviar un mensaje de demanda por el precio más alto, para luego efectuar ofertas de venta (signo contrario), aprovechando que durante la jornada del 30 de mayo, de manera previa a la subasta, se había adquirido un importante número de acciones, a un precio que resultaría favorable.

Ahora, el análisis de las pilas que obran a folio 4 del cuaderno de pruebas original⁶¹ y en particular su valoración conjunta con las conversaciones telefónicas y demás medios verificables conducen a establecer que John Mario Llanos Garzón, con la colaboración de los demás investigados, ingresaron unas posturas de compra que nunca tuvieron la verdadera intención de calzarse con ofertas de venta. A esta conclusión se llega porque los investigados sabían que el reglamento de la subasta de cierre permitía ingresar, modificar y cancelar posturas, y aprovecharon dicha facultad para ingresar unas posturas con las que el cliente no contaba con suficiente respaldo, como se aprecia en la quinta conversación telefónica, en la que manifiesta no tener fondos y recibe la inmediata respuesta de Llanos Garzón: "ya se los pongo".

Por otra parte, el hecho de que el reglamento de la subasta de cierre permita ingresar, modificar o retirar posturas, está concebido para que las partes puedan tomar decisiones a partir del comportamiento del mercado en ese segmento de negociación, pero no para realizar maniobras de manipulación.

De otro lado, no es procedente, como pretende la defensa, analizar en el ámbito del comportamiento manipulativo, lo sucedido al día hábil siguiente, dado que lo que se cuestiona en esta oportunidad fue su actuar en la jornada

⁶¹ Unidad DVD, documento Excel denominado Pilas CCCC Mayo 30 2014.

previa comprando a precios bajos, y la conducta desplegada durante la subasta de cierre y no el efecto que eventualmente pudo tener sobre el precio de la especie negociada.

El conjunto de pruebas, valoradas en unión con los indicios existentes dentro del expediente, conducen a la Sala de Revisión al convencimiento, más allá de toda duda razonable, de la conducta realizada por los investigados John Mario Llanos Garzón, Leonardo Jaramillo y Olga Carolina Trujillo -estos dos últimos, se reitera, en un nivel diferente al primero-, por medio de la cual realizaron una serie de actividades destinadas a dar apariencia de ofertas de compra de acciones CCCC, durante la subasta de cierre del 30 de mayo de 2014.

En este punto es importante para la Sala regresar sobre la descripción que la doctrina ha hecho sobre la conducta denominada "spoofing", con el objeto de resaltar las coincidencias entre esa maniobra manipulativa y la estrategia diseñada por Llanos Garzón y ejecutada efectivamente por él, con el acompañamiento de Jaramillo y Trujillo.

Como se anotó, el "spoofing" consiste en dar apariencia de realidad a unas posturas de oferta o de compra, que tienen como objetivo enviar mensajes ficticios al mercado y generar una tendencia en un sentido u otro, para en un momento dado eliminar esas posturas y presentar una de signo contrario, aprovechando así los efectos del mensaje dado por el "spoofeer" al mercado.

En el presente caso, John Mario Llanos participó en el diseño de una estrategia que guarda relación con la mencionada conducta manipulativa y que a su vez encuadra dentro de las infracciones existentes en la reglamentación nacional. Ayudó a que se hicieran las mencionadas posturas, con precios rotos o marcados, con lo cual envió un mensaje de apetito sobre las acciones CCCC, pero instantes antes del cierre de la subasta de cierre, cambió su oferta inicial por otra de signo contrario y vendió las acciones, con los resultados que se han comentado.

Ahora bien, reconoce la Sala que los otros dos investigados, Olga Carolina Trujillo y Leonardo Mario Jaramillo, si bien participaron en los hechos, lo hicieron a otro nivel. Obsérvese que las conductas proscritas que fundaron el pliego de cargos y que ahora sirven de apoyo para la decisión sancionatoria, son de tipo múltiple, lo que significa que no hay un único verbo rector, y por ello la actividad de Olga Carolina Trujillo y Leonardo Mario Jaramillo encuadra en la misma norma, aunque en órbitas distintas a la que le correspondió a Llanos Garzón. Ella participó y coadyuvó en la actividad manipulativa del precio, mientras que él coonestó y participó con la misma finalidad.

La diferencia fáctica entre la actividad de Leonardo Mario Jaramillo y Olga Carolina Trujillo no se deriva de su participación en el diseño de la estrategia, sino del grado de profesionalismo que es exigible a uno y a otro, dado que no hay prueba en el expediente de que ellos hubiesen conversado con el inversionista profesional BBBB, antes de las 14:47 del 30 de mayo de 2014. Sólo

hay un vestigio del diálogo que sostuvo Leonardo Mario Jaramillo con BBBB, cuando previo a la subasta de cierre, el investigado fue a “brujear” y el inversionista le pidió el favor de hacer una postura por 500.000 acciones, cuando le fuera indicado⁶².

Para el caso concreto del señor Leonardo Mario Jaramillo encuentra la Sala que le era exigible un mayor grado de profesionalismo, en atención a su condición de Gerente de Inversiones y a la antigüedad con que contaba, al haber recibido su certificación para operar en el mercado de valores desde 2008⁶³, y por tal razón debía tener suficiente conocimiento no sólo de lo sucedido con la acción CCCC el 30 de mayo de 2014, sino que se esperaba que actuara de forma tal que al menos dudara, durante la subasta de cierre, de la finalidad de “marcar” o identificar las respectivas posturas.

Para la Sala de Revisión no es de recibo el argumento de defensa planteado por el investigado Jaramillo, según el cual todas aquellas posturas ingresadas en el desarrollo de la subasta de cierre al precio más alto estuvieron dirigidas a “forzar” el precio al alza. Lo anterior, teniendo en cuenta que el comportamiento de dichas posturas, contrario al que tuvieron las cuatro ofertas ingresadas por los investigados, correspondió a ofertas verdaderas, que se mantuvieron y que no fueron cambiadas por posturas de signo contrario.

Invocó el investigado Jaramillo, en su defensa, que en este tipo de conducta debe estar presente el elemento doloso en su estructuración. Al respecto, además de reiterar lo indicado frente a la pluralidad de verbos rectores incluidos en la norma violada, es preciso señalar que lo relevante para el caso concreto, es que se logre acreditar o probar la participación de un profesional del mercado en operaciones que tengan por finalidad u objetivo dar apariencia de ofertas, disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de un determinado valor, sin necesidad de establecer el nivel volitivo de su conducta.

En efecto, pese a que no hay prueba de que él hubiese diseñado o participado en la estructuración de la estrategia, lo cierto es que su profesionalismo y experiencia debieron llevarle a abstenerse de “participar de cualquier forma o coadyuvar con transacciones u otros actos relacionados” con la postura de unas ofertas de compra con precios “rotos” o identificables.

No puede el investigado decir que no tuvo ningún conocimiento, dado que, en el curso de la quinta llamada, que correspondió al desarrollo de la subasta de cierre, él estuvo en teleconferencia, participó, pidió calma a Olga Carolina Trujillo y recibió las instrucciones específicas del inversionista profesional, quien de antemano había “marcado” las posturas para identificar a quién le daba la orden de eliminación.

Por su parte, es necesario recordar que Olga Carolina Trujillo estableció su defensa sobre la base del cargo de Digitadora que ocupaba en la sociedad

⁶² Llamada telefónica 20140530-141930-1304

⁶³ Folio 3 de la carpeta de pruebas original.

comisionista de bolsa, para la época de los hechos. Empero, lo que no tuvo en cuenta ella fue que su condición mutó en el momento en que tuvo contacto telefónico con el inversionista y recibió órdenes directas de él. Hay que recordar que de acuerdo con el numeral 6° del artículo 128 del Reglamento de AMV, el digitador no debe tener ningún tipo de contacto con clientes, y en caso contrario, serán considerados operadores, con las consecuencias que ello implica, específicamente en cuanto a su responsabilidad.

Durante la subasta de cierre, Olga Carolina Trujillo no sólo recibió y cumplió las órdenes impartidas por BBBB, sino que asumió el rol de informante de la variación del precio.

La Sala de Decisión advirtió en el desarrollo de la subasta de cierre comportamientos de Olga Carolina Trujillo, como circunstancias apreciables no sólo de su nerviosismo, sino de la ignorancia sobre lo que sucedía en esos cinco minutos. Empero, esa conversación telefónica multilateral en la que participó el inversionista profesional y los tres investigados, debe ser apreciada en conjunto con las demás pruebas y particularmente con la que reposa a folio 2 del cuaderno de pruebas original, que da fe de la antigüedad de Olga Carolina Trujillo en el mercado de valores. En 2008 ella contaba con certificación de operador, que no pudo validar para la época de los hechos, cuando contaba solamente con acreditación de digitadora.

Por lo tanto, una persona que contaba con experiencia no menor a cinco años y que antaño había recibido la certificación de operadora, debía saber que al tener contacto con el cliente perdía su condición de digitadora y empezaba a obrar como operadora, con las consecuencias que se derivan de esa conducta. Se trata de una regla cuyo desconocimiento no puede ser invocada por la investigada. Esas características subjetivas de la investigada llevan a la Sala de Revisión a tener el pleno convencimiento de que ella sí colaboró en la ejecución de la estrategia, pese a que no hubiese participado en su estructuración o diseño.

2.2.4. Dosificación de la sanción

Las pruebas recaudadas, apreciadas en su conjunto, le permiten, pues, a la Sala de Revisión, revocar íntegramente la decisión absolutoria impugnada, para en su lugar imponer sendas sanciones a los investigados, que no pueden de ninguna manera ser idénticas para todos, dado que el grado de responsabilidad de cada uno y la exigencia profesional que se predica de los tres, está establecida en grados distintos.

Así, en virtud del principio de proporcionalidad de la sanción, ésta deberá ser proporcional a la infracción, pero sin que pierda su finalidad de evitar que los participantes del mercado vulneren las normas, esto es, sin que deje de cumplir su objetivo disuasorio.

El principio de proporcionalidad de la sanción no solo tiene que ver con el grado de participación del investigado, sino con la gravedad de la conducta,

y los efectos que pudo tener frente a terceros y/o el mercado, por lo que encuentra la Sala de Revisión preciso señalar que al no encontrarse probado el efecto de la manipulación en el precio de la especie CCCC, ni afectación a terceros, ni prueba de un beneficio económico obtenido por los investigados, en atención a dicho principio, la Sala considera que la sanción que debe imponerse a los investigados es la suspensión, como se pasa a explicar.

En efecto, hay que tener en cuenta que ninguno de los tres investigados cuenta con antecedentes sancionatorios, y por lo tanto el efecto sancionatorio se ajustará tanto a su participación en la estructuración de la conducta, como al papel más o menos principal que jugaron en su ejecución.

John Mario Llanos Garzón, dado su protagonismo demostrado con las llamadas telefónicas a las que se ha hecho referencia, será sancionado con suspensión por el término de dos (2) años. A su turno, Leonardo Mario Jaramillo recibirá también sanción de suspensión, por un término de seis (6) meses, dado que no hubo prueba alguna que demostrara su participación en el diseño de la estrategia, pero sí su participación en la ejecución de la misma. El término de tres (3) meses será el equivalente a la sanción de suspensión que también se impondrá a Olga Carolina Trujillo por su participación en la ejecución de la actividad manipulativa.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores –AMV–, integrada por los doctores Luis Fernando Cruz Araújo (Presidente), Stella Sofía Vanegas Morales y Jaime Alberto Gómez Mejía, de conformidad con lo dispuesto en el Acta 232 del 25 de octubre de 2016, del Libro de Actas de la Sala de Revisión, por unanimidad, **REVOCA** la Resolución No. 5 del 31 de mayo de 2016, por medio de la cual la Sala de Decisión “11” del Tribunal Disciplinario de AMV absolvió a los investigados. En su lugar,

RESUELVE:

ARTÍCULO PRIMERO: IMPONER al señor JOHN MARIO LLANOS GARZÓN la sanción de SUSPENSIÓN del mercado de valores por el término de DOS (2) AÑOS. **IMPONER** al señor LEONARDO MARIO JARAMILLO PINZÓN la sanción de SUSPENSIÓN del mercado de valores por el término de SEIS (6) MESES. **IMPONER** a la señora OLGA CAROLINA TRUJILLO la sanción de SUSPENSIÓN del mercado de valores por el término de TRES (3) MESES.

ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR a los señores JOHN MARIO LLANOS GARZÓN, LEONARDO MARIO JARAMILLO PINZÓN y OLGA CAROLINA TRUJILLO que la SUSPENSIÓN 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 83 del Reglamento de AMV.

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.

NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE

LUIS FERNANDO CRUZ ARAÚJO
PRESIDENTE

JOSÉ MANUEL FERNÁNDEZ DE C.
SECRETARIO