

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

**TRIBUNAL DISCIPLINARIO**

**SALA DE REVISIÓN**

**Resolución No. 1**

**Bogotá D.C., primero (1º) de marzo de 2018**

NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: **02-2016-396**  
INVESTIGADO: **GLOBAL SECURITIES S.A.**  
**COMISIONISTA DE BOLSA**  
RESOLUCIÓN: **SEGUNDA INSTANCIA**

La Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV, en ejercicio de sus atribuciones legales, estatutarias y reglamentarias, decide el recurso de apelación interpuesto por Global Securities S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa (en adelante “la investigada”, “Global”, “la SCB” o “la sociedad comisionista”).

**I. ANTECEDENTES**

**1.1. Aspectos Procesales.**

1.1.1. El 18 de agosto de 2016, el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (en adelante AMV), en ejercicio de las facultades establecidas en el artículo 57 de su Reglamento<sup>1</sup>, envió solicitud formal de explicaciones<sup>2</sup> a la investigada.

1.1.2. El 28 de septiembre de 2016, la investigada presentó sus explicaciones<sup>3</sup>.

1.1.3. El 31 de marzo de 2017, AMV formuló pliego de cargos contra la investigada<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Reglamento de AMV – Artículo 57. Iniciación de la etapa de investigación: “El presidente de AMV o el Vicepresidente de Cumplimiento y Disciplina o el Gerente de Investigación y Disciplina iniciarán el proceso disciplinario mediante el envío al investigado de una solicitud formal de explicaciones en la cual se indiquen la conducta observada, las pruebas y la norma probablemente violada”.

<sup>2</sup> Folios 02 al 44 Carpeta de actuaciones finales.

<sup>3</sup> Folios 50 al 77 Carpeta de actuaciones finales.

<sup>4</sup> Folios 92 al 148 Carpeta de actuaciones finales.

1.1.4. La sociedad comisionista presentó sus descargos<sup>5</sup> el 3 de mayo de 2017. Adicionalmente solicitó aplicar el artículo 73 del Reglamento de AMV<sup>6</sup>.

1.1.5. En virtud de la petición que el representante legal de la investigada elevó en el escrito de descargos, la Secretaría del Tribunal Disciplinario, de conformidad con el artículo 73 del Reglamento de AMV, dio traslado de dicho documento al Presidente (e) de AMV.

1.1.6. El 8 de agosto de 2017, el Presidente de AMV respondió el traslado e indicó que no consideraba procedente realizar una solicitud de terminación administrativa del proceso disciplinario.

1.1.7. El 28 de agosto de 2017 la Sala de Decisión "8" decidió en primera instancia sancionar a la investigada con una multa de 207 SMMLV.

1.1.8. Contra la anterior decisión dentro del término reglamentario establecido para ello, la sociedad investigada y AMV interpusieron recurso de apelación, adicionalmente la sociedad investigada solicitó celebrar la audiencia dispuesta en el artículo 88 del Reglamento de AMV.

1.1.9. En atención a la solicitud de la sociedad investigada, el 15 de febrero de 2018 se celebró la audiencia, la cual hace parte integral del expediente.

1.2. Hechos objeto de investigación.

1.2.1. Como resultado de una visita de supervisión adelantada por AMV entre el 31 de mayo y el 7 de junio de 2017, se identificaron unas operaciones celebradas por la cuenta propia de la sociedad investigada sobre bonos MMMM (BTRO149SA), con clientes inversionistas en su mayoría, entre el 21 de agosto de 2014 y el 27 de febrero de 2015.

1.2.2. Las operaciones objeto de investigación corresponden a las siguientes:

---

<sup>5</sup> Folios 209 a 240 de la Carpeta de actuaciones finales.

<sup>6</sup> Reglamento de AMV – Artículo 73. Terminación administrativa del proceso disciplinario: "El proceso disciplinario se podrá dar por terminado, antes de que el Tribunal haya decidido, si se advierte que los hechos objeto de investigación lo son también por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia o cuando se decida dar traslado de la investigación a dicha Superintendencia, de conformidad con lo que se establezca en el Memorando de Entendimiento que se suscriba con dicha entidad.

Cuando el proceso se encuentre en etapa de investigación, corresponderá al Presidente o al Vicepresidente de Cumplimiento y Disciplina, o al Gerente de Investigación y Disciplina tomar la respectiva decisión. Cuando se encuentre en etapa de decisión, corresponderá al Tribunal Disciplinario, previa solicitud que en tal sentido formulen dichos funcionarios. En uno y otro caso se remitirán las diligencias surtidas por AMV a la Superintendencia Financiera de Colombia y se notificará por escrito de este hecho al investigado".

BONOS MMMM						
Día	Compra		Venta		Diferencia Venta compra -	Comisión
	Nominal	V.G.	Nominal	V.G.		
21-ago-2014	\$996.027.360	\$640.684.639	\$996.027.360	\$720.944.524	\$80.259.885	0
18-sep-2014	\$232.654.152	\$149.868.825	\$232.654.152	\$168.564.913	\$19.196.650	\$500.562
18, 22, 30-dic-2014	\$199.205.472	\$124.907.658	\$199.205.472	\$152.162.854	\$27.255.196	0
26-dic-2014	\$35.678.592	\$21.763.941	\$35.678.592	\$25.231.543	\$3.917.680	\$450.078
27-feb-2015	\$22.299.120	\$13.379.472	\$22.299.120	\$17.260.411	\$4.631.193	\$750.254
<b>TOTAL</b>	<b>\$1.485.864.786</b>	<b>\$950.604.535</b>	<b>\$1.485.864.786</b>	<b>\$1.084.164.245</b>	<b>\$133.559.710</b>	<b>\$1.700.894</b>

### 1.3. Cargos imputados

En la ejecución de las operaciones aquí referidas, AMV identificó las siguientes conductas:

1.3.1. Tratamiento inequitativo frente a los clientes, por conducto de la vulneración del artículo 36.5 del Reglamento de AMV.

Entre otras consideraciones esbozadas por el instructor respecto a este cargo, destaca la Sala las siguientes:

*“Dicho tratamiento equitativo exige, entre otros, que la sociedad comisionista suministre a los clientes la misma información o información similar, tratándose de un mismo título, bajo el entendido de que el conocimiento que se tiene sobre el mismo y que se trasmite al inversionista es objetivo y veraz. En ese orden, la información sobre los beneficios o riesgos de un mismo título, o de la inversión o desinversión de un mismo valor; no debería variar frente de los clientes que se encuentren en una u otra posición jurídica, es decir como vendedor o comprador...”*

*No obstante, según se desprende de los hechos citados en el numeral 3.1. del presente documento, la sociedad comisionista Global, para la celebración de las operaciones del 27 de febrero de 2015, suministró información asimétrica a los clientes vendedores, (AAAA, BBBB, CCCC, DDDD, EEEE) y a lo cliente compradora (GGGG), en particular en lo que tiene ver con información relacionada con los riesgos y beneficios asociados con los bonos especie BTRO 149SA...”*

### 1.3.2. Desconocimiento del deber de lealtad.

Se estructuró el cargo, considerando que la sociedad investigada a partir de la información entregada a sus clientes provocó un entendimiento equivocado en éstos, lo que constituye una conducta que afrenta el deber de lealtad, al respecto expuso AMV:

*“De la revisión de los medios verificables de las operaciones en comento se observó, que Global a través de los funcionarios Andrea Pataquiva y Andrés Vélez suministraron información que los llevó a considerar que las operaciones que se les propuso ejecutar obedecían a ofertas que se encontraban disponibles en el mercado situación que no correspondía con la realidad y que sugería que las condiciones en las cuales se ejecutaría finalmente la operación correspondían a las que determinaba el mercado para ese momento.*

*En efecto no sobra recordar que al momento de tomar las órdenes de venta y de compra sobre tales títulos los funcionarios de Global utilizaron expresiones que les llevaron a pensar que la sociedad comisionista estaría actuando por cuenta de terceros y que las ofertas compatibles se encontraban disponibles en el mercado...”*

### 1.3.3. Desconocimiento de las obligaciones de información en el mercado mostrador.

Según lo descrito en el pliego, este cargo se formuló a partir de la omisión en la entrega de cierta información que exige el decreto 2555 de 2010 y la circular básica jurídica cuando un intermediario decide celebrar una operación con inversionistas -que a la vez son sus clientes- utilizando la posición propia, sobre el particular destaca la Sala los siguientes apartes:

*Ahora bien, de acuerdo con los medios verificables arimados a la investigación, que soportan cada una de las operaciones relacionadas en el cuadro precedente; permiten concluir que Global en ningún caso informó a los mencionados clientes inversionistas que en desarrollo de tales operaciones estaba actuando como su contraparte.*

*Adicionalmente, en las conversaciones mencionadas, tampoco se advirtió que la SCB, haya suministrado a los clientes información relacionada con los riesgos que comportaba el desarrollo de tales operaciones bajo tal esquema, ni sobre las obligaciones y deberes del intermediario de valores al actuar como su contraparte.*

*Como consecuencia de las omisiones anteriores, se debe indicar que, en ningún caso, según se desprende de las conversaciones telefónicas sostenidas entre los funcionarios de Global y los clientes en comento, se observó que los inversionistas, hubiesen impartido su autorización para ser tratados como contraparte de su intermediario en el mercado mostrador...*

#### 1.3.4. Desconocimiento de las obligaciones de Global en materia de conflicto de interés.

El cargo formulado por el instructor se estructuró a partir del incumplimiento al artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 y los artículos 36.3 y 38.3 del Reglamento de AMV, así como de la vulneración a lo dispuesto en el Código de Buen Gobierno de Global, al respecto la Sala destaca las siguientes consideraciones:

*“En este orden de ideas, Global, de acuerdo con sus políticas internas, tenía la obligación de prevenir y administrar adecuadamente las situaciones de conflicto de interés, las cuales debía cumplir, atendiendo uno cualquiera de los siguientes eventos:*

- Abstenerse de inducir actos de sus clientes en beneficio propio.*
- Abstenerse de anteponer la compra/venta de títulos o Valores de Global S.A: Comisionista de Bolsa en desarrollo de sus operaciones por cuenta propia; a la de los clientes de características iguales.*

*Frente al deber de abstención frente a la conducta "Inducir actos de sus clientes en beneficio propio"...*

*En tal medida, la investigada debió abstenerse de inducir actos de sus clientes en su beneficio, aspecto que no se dio, si se repara en el hecho que en el caso específico de las operaciones celebradas el 27 de febrero de 2015, referidas en el numeral 3.1. de los hechos, Global Indujo a los clientes AAAA, BBBB, CCCC, DDDD y EEEE a vender los bonos que tenían en su, portafolio, con la finalidad de beneficiar la cuenta propia de la SCB, Veamos:*

*i) De acuerdo con los medios verificables, Global, a través de un asesor contactó a cada uno de los clientes referidos anunciándoles la buena noticia de que tenía un comprador para los bonos de su portafolio.*

*ii) En las conversaciones sostenidas con cada uno de los inversionistas la funcionaria en mención recomendó de manera expresa la venta de dichos títulos, bajo el argumento de, que no venderlos en ese momento, incurrirían en una pérdida mayor, o incluso que no podrían venderlos en el futuro...*

*iii) La funcionaria de Global, de igual manera, al momento de hacer el ofrecimiento, indicó a su cliente que conoce que hay un comprador, pero que debido a la poca liquidez y a la clasificación CCC del título, debía aplicarse un porcentaje de descuento,*

iv) Según se desprende de los medios verificables que contienen la orden de compra de una cliente, a ella de igual manera también habría sido alentada a comprar el monto nominal de 22.299.120 en lo especie BTRO149SA que correspondía al monto nominal de bonos que estaban vendiendo los clientes citados en el numeral anterior,...

v) En el momento en que se tomó la orden de venta de una cliente a las 11:51 am del 27 de febrero de 2015, según da cuenta la información del sistema de negociación de la BVC, la cuenta propia de Global, compró el mismo monto nominal a 5 de sus clientes.

vi) Con posterioridad, Global, esto es, a la, 1:35 .Pm vendió a esta cliente el monto nominal de bonos que había comprado un par de horas antes, obteniendo una ganancia por comisiones equivalente a \$750.254 y por margen de operación de \$3.880.939 para una utilidad total de \$4.63f.19,3, en la operación de compra y venta de los títulos en los que se interpuso la cuenta propia de la SCB Dicho monto representa un porcentaje del 15,11% del total del monto. Negociado (compras más ventas).

vii) De los medios verificables de las órdenes impartidas por los Clientes se observó que varios de ellos manifestaron su inconformidad sobre las condiciones en que se negociarían los títulos:...

viii) Debe resaltarse también que los bonos de los clientes, que fueron inducidos a vender sus títulos, con excepción de EEEE, habían recibido dichos títulos como parte de pago de las obligaciones que quedaron pendientes por parte de la sociedad comisionista HHHH, hecho que resulta relevante pues Global al recomendar su venta, lo ofrece como una posibilidad de recuperar el dinero.

Estos hechos, sin lugar a dudas, denotan la presencia de un conflicto de interés, en la medida en que se lleva a cabo un esquema de negocio en el que prevaleció la utilidad propia de la firma comisionista; en contraposición de los intereses de los clientes, en la medida en que la investigada, de una u otra manera indujo, a los clientes a comprar o vender los bonos MMMM, con un discurso diferente, bien para la compra o para la venta, beneficiando con ello la cuenta propia de la SCB lo cual a la luz de lo dispuesto, en el artículo 7.º;6.1..1.2 del Decreto 2555 de 2010, y el Código de Buen Gobierno, constituye un claro conflicto de interés, pues con ello se privilegiaron los intereses de la investigada frente a los de sus clientes...

De esta manera, queda claro que la cuenta propia de Global se anticipó a la compra de títulos de iguales o similares características de sus clientes dado que conocía, de manera previa, sobre la intención de compra de sus clientes..."

#### 1.4. Decisión de primera instancia.

En decisión del 28 de agosto de 2017 la Sala de Decisión No. "8", encontró responsable a la sociedad investigada por los cargos que le fueron formulados, entre otras consideraciones, por las siguiente:

*"2.4.1. Desconocimiento de las obligaciones en materia de conflictos de interés.*

*En el caso concreto, analizados los registros de la BVC que obran como prueba en el expediente, para la Sala está probado que Global Securities ejecutó operaciones en cuenta propia con sus clientes sobre la especie BTRO149SA. También es evidente que la sociedad comisionista, sin informar a sus clientes de su calidad de contraparte, adquirió los nominales de dicho valor, cuando ya tenía las órdenes de compra por parte de otros clientes, por lo que conocía, de manera previa al cierre de la primera operación, las condiciones a las que iba a cerrar la adquisición de los títulos. Esto conllevó a que la cuenta propia de la firma comisionista adquiriera los bonos bajo condiciones que favorecían sus intereses económicos, a costa del beneficio de sus clientes...*

*Por este motivo, para la Sala no es de recibo el argumento de Global, ya que, como es evidente, sus intereses se oponían a los de sus clientes, pues a costa del beneficio económico de éstos, obtuvo un diferencial mayor para su cuenta propia como producto de la variación en las tasas de compra y de venta. Por este motivo, para la Sala lo anómalo de este caso fue que la sociedad comisionista puso sus intereses por encima de los de sus clientes, ya que dio prevalencia al suyo, por este motivo, interpuso su posición propia en el medio de las posturas de sus clientes lo que la llevó a obtener beneficios económicos, se insiste, producto del margen que generaba la diferencia de tasas en las compras y las ventas, lo que la llevó a obtener ganancias totales de \$133.559.710, más \$1.700.894 producto de las comisiones cobradas...*

*En conclusión, la Sala no cuestiona el uso de la posición propia para la celebración de operaciones de intermediación, toda vez que las mismas están autorizadas por las normas que regulan la actividad de intermediación en valores, lo cuestionable en este caso puntual y sancionable disciplinariamente, es que el uso de la posición propia implicó un conflicto de interés que debió ser administrado de manera correcta, ya sea, administrándolo o absteniéndose de realizar las operaciones cuestionadas, lo que con meridiana claridad se advierte que la sociedad comisionista no hizo...*

#### 2.4.2. Desconocimiento de las obligaciones de información en el mercado mostrador.

*Sobre el caso particular, una vez revisadas las pruebas que obran en el expediente, en particular el Libro Electrónico de Órdenes de la firma comisionista y los registros de la Bolsa de Valores de Colombia, la Sala comprobó que en los días 22 de agosto, 18 de septiembre y 22 de diciembre de 2014, la SCB celebró en el mercado mostrador (Rueda TRD), desde su cuenta propia, 15 operaciones de compra y venta en firme sobre la especie BTRO149SA, teniendo como contraparte a sus clientes...*

*Ahora bien, verificados los formatos de vinculación de los clientes anteriormente mencionados, se observa que todos estaban clasificados, para el momento de ejecución de las operaciones, como clientes inversionistas.*

*Teniendo en cuenta lo anterior, y después de revisar los medios verificables de las operaciones cuestionadas la Sala encuentra que, i). Todas las operaciones fueron cerradas con la posición propia de la firma; ii). Sus clientes actuaron en calidad de contrapartes; y iii). En ninguna de las operaciones ejecutadas la firma comisionista informó a sus clientes, acerca de la calidad de contraparte con que la SCB actuó.*

*En consecuencia, los clientes, al cierre de cada una de las operaciones, no conocieron los riesgos, y tampoco manifestaron a Global su consentimiento para ser tratados como contraparte...*

*Por otra parte, no es de recibo para la Sala la afirmación de la investigada en el sentido de querer entender cumplido el deber de información en el mercado mostrador con el documento "ABC de los Bonos MMMM" y el "Disclaimer", pues una cosa es informar acerca de las características, riesgos y condiciones de la emisión y de los valores negociados, y otra cosa es indicar, previo al cierre de cada operación, que la sociedad comisionista va a cerrar la operación en calidad de contraparte, con la debida y correspondiente explicación acerca de los riesgos que esto implica...*

*En el mismo sentido, Global no aportó prueba que permitiera comprobar que se hayan realizado las reuniones con los clientes en los que, supuestamente, se informaba acerca de la posibilidad que tenía la comisionista de actuar desde su posición propia. Ahora bien, en gracia de discusión, si se hubiere probado que las reuniones o los documentos a los que hace referencia la investigada en su escrito de descargos, se hubiesen referido puntualmente a esta posibilidad y a los riesgos que implicaba actuar como contraparte, la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia, es clara en indicar que de*



*manera previa "al cierre de una operación por cuenta propia en el mercado mostrador con un 'cliente inversionista', dicho cliente debe ser informado expresamente de que el intermediario está actuando como su contraparte; conocer y entender los riesgos, obligaciones y deberes del intermediario de valores y, aceptar que la operación se cierre en estas condiciones...*

*Teniendo en cuenta lo anterior, la Sala encuentra fundado el cargo imputado, ya que en este caso Global Securities S.A. desconoció el deber que le imponen las normas del mercado de valores respecto de la información que debe brindar cuando va a realizar operaciones con sus clientes inversionistas en calidad de contraparte en el mercado mostrador.*

#### *2.4.3. Desconocimiento del deber de lealtad y trato inequitativo frente a los clientes.*

*Ahora bien, como muestra de lo anterior, el Tribunal observó que, al momento de obtener las órdenes de venta, la sociedad comisionista les informaba a sus clientes vendedores sobre la posibilidad de que se concretara un riesgo de "default", lo que significaba que el emisor podía "entrar en impago (...) se quedará sin plata para pagar intereses y el capital al final del periodo". Adicionalmente, le indicó a uno de sus clientes vendedores que "si yo fuera la tenedora de estos títulos yo aprovecharía y vendería, porque es mejor tener un pájaro en mano que mil volando"; contrario sensu, a su cliente compradora le indicó que "el panorama (del título) ha cambiado, recuerde que el año pasado al título le hicieron una restructuración en el mes de junio (...) ya hay más transporte de pasajeros, hay también una obligación (...) para pagar mes a mes los intereses a los tenedores" .*

*Como se aprecia resulta palmario que la investigada brindó a sus clientes información asimétrica, dependiendo del lugar o posición en la que se encontraba, es decir, a quienes les compraba los inducía a vender y a quienes les vendía a comprar, lo que implicó un desconocimiento al deber de lealtad así como a un trato inequitativo, dado que no obró de manera franca y fiel frente a sus clientes, quienes si bien para estas operaciones operaron como contrapartes, también le era exigible a la sociedad comisionista obrar de esa manera..."*

#### **1.5. El recurso de apelación.**

En el término reglamentario establecido para ello, la sociedad investigada interpuso recurso de apelación, solicitando entre otras consideraciones, revocar la decisión de primera instancia y en subsidio disminuir la sanción impuesta. Sobre el particular destaca la Sala las siguientes:

**“1.1. VIOLACIÓN AL DEBIDO PROCESO POR NO APLICARSE LA FIGURA DE LA TERMINACIÓN Administrativa DEL PROCESO: PREVISTA EN EL ARTÍCULO. 73 DEL REGLAMENTO DE AMV, A PESAR DE QUE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA HA IMPUESTO SANCIONES POR LAS MISMAS CONDUCTAS QUE AQUÍ SE EXAMINAN.**

*Sobre lo anterior, valga resaltar que la Resolución recurrida no contiene las razones del Presidente del AMV para negar la solicitud de terminación administrativa del proceso disciplinario formulada por mi representada con fundamento en lo dispuesto por el artículo 73 del Reglamento del AMV, por lo que consideramos necesario que, en aplicación al debido proceso y al principio constitucional según el cual prima el derecho sustancial sobre la forma, que el Tribunal reexamine la solicitud de terminación y de por terminado el proceso disciplinario que nos ocupa...*

*Lo anterior, en tanto la imposición de una doble sanción a Global Securities S.A. por los mismos hechos y con fundamento en las mismas normas afecta de manera grave la situación financiera de la Sociedad Comisionista de Bolsa y; a la vez, genera entre los miembros del Autorregulador y las entidades Vigiladas por la Superintendencia Financiera inseguridad jurídica...*

#### **11. CONSIDERACIONES FRENTE A LOS CARGOS SANCIONADOS.**

**2.1. GLOBAL SECURITIES S.A COMISIONISTAS DE BOLSA COMO INTERMEDIARIO DEL MERCADO, ACTUÓ DE MANERA DILIGENTE PARA ADMINISTRAR Y PREVENIR CONFLICTOS DE INTERES CON LAS OPERACIONES RELACIONADAS CON BONOS MMMMS.**

*...el comportamiento presentado por los asesores comerciales que intervienen en las operaciones objeto de glosa en las cuales el AMV, señala se pudo haber dado una información disímil a los clientes que intervinieron en las; operaciones de venta y compra de Bonos MMMM no obedece claramente a una política institucional de la sociedad...*

*Debemos ser enfáticos en manifestar a la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario que la estructura interna de la comisionista no tenía por objeto ni disuadir, ni presentar una información disímil a los inversionistas, por el contrario, las operaciones tuvieron como único propósito desde su origen, el poder facilitar a los clientes que habían recibido Bonos MMMMs como pago de sus a creencias; principales de JJJJ que pudieran tener la opción de tener una liquidez a corto plazo y de allí que estas operaciones tuvieran unas características especiales, que inexplicablemente tampoco fueron valoradas por la Sala de Revisión y que se considera relevante para el análisis del caso concreto...*

*Con lo anterior, se demuestra que aun desarrollando todas estas actividades como institución y dentro de la aplicación de sus políticas, que algunos asesores comerciales se apartaron de ellas se escapa del ámbito de dominio de Global Securities S.A pues en la práctica era y es aún imposible, que a cada asesor comercial en cualquier sociedad que participa en el mercado público de valores, se le asignara un auditor interno permanente para velar que los mismos cumplieran o cumplan con sus obligaciones contractuales y normativas al interior de la sociedad comisionista...*

## 2.2. COMO INSTITUCIÓN LA SOCIEDAD COMISIONISTA CUMPLIO CON CUMPLIR EL DEBER DE LEALTAD.

*De esta forma se demuestra que Global Securities S.A. no tenía ninguna Política institucional para el privilegio de sus intereses en particular, ya que el tratamiento respecto de su actuar que tuvo con los clientes que hicieron operaciones con Bonos MMMM, no tuvo condiciones especiales y las mismas se realizaron de acuerdo; con las órdenes impartidas por los clientes, todos por demás dentro de los límites normativos, dando cumplimiento a su deber de diligencia, lealtad y asesoría;*

*Así, solicitamos de nuevo la valoración de las siguientes pruebas que obran dentro del expediente (i) Grabaciones y correos electrónicos en los cuales constan las autorizaciones y conocimiento del riesgo que tenían los Clientes frente a las operaciones con los Bonos MMMM; (ii) Correo electrónico del día 26 de marzo de 2014 remitido por la señora FFFF, para ese entonces Gerente de Operaciones de Global Securities S.A. a los gerentes comerciales, de las diferentes oficinas de Global Securities S.A., en el que se resalta que las operaciones a ser realizadas con Bonos BGBG y Bonos MMMM debían cumplir con un procedimiento que incluye todo el deber de asesoría en la toma de la orden, así como cumplir con un protocolo definido, e informar las condiciones contenidas en el ABC y el disclaimer de Deuda Privada.*

## 2.3 CONFIANZA LEGITIMA DEL ADMINISTRADO - EL AMV MONITOREÓ Y SE MANIFESTÓ FRENTE A LAS OPERACIONES OBJETO DE SANCIÓN.

*Por lo anterior, comedidamente se solicita a la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario valorar como prueba el oficio número 2014091316-025 del 19 de marzo de 2015, mediante el cual el AMV informó a la Superintendencia Financiera en relación con el caso concreto de las operaciones con Bonos MMMM que se habían revisado los medios verificables. de las operaciones realizadas entre abril y octubre de 2014, observando que las mismas cuentan con las órdenes previas, sin que se evidenciara que la sociedad comisionista hubiese ejercido algún tipo de presión o que hubiese*

*obligado a clientes a vender Bonos MMMM...*

*Como se colige de la evaluación y análisis efectuado por el mismo Autorregulador del Mercado; no se encontró ningún tipo de irregularidad, por el contrario, se pudo establecer que la totalidad de las operaciones sobre ésta especie contaron con las debidas órdenes previas impartidas por los clientes a través de medios verificables.*

*Así mismo, se resalta que dentro de la mencionada comunicación el AMV manifestó que Global en ningún momento coaccionó a sus clientes a la venta ni a la compra de estos Bonos y reconoció que estos títulos no solamente eran ilíquidos sino que existía una dificultad para establecer las tasas para ser negociados, por lo que la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV, no puede desconocer estos hechos, pues no puede efectuarse el análisis de estas operaciones para imponer una sanción, como si se tratara de una especie de alta liquidez y con otro tipo de características...*

*Lo anterior pone de presente que mi representada siempre actuó bajo la plena convicción de que todas las operaciones cumplían con los lineamientos normativos, por lo que recibir ahora una sanción tan grave como la impuesta por la misma entidad que en su momento señaló que las operaciones realizadas por la comisionista de bolsa se ajustaron a toda la normatividad aplicable y vigente, afecta notablemente la confianza legítima de mi representada en nuestro sistema jurídico; sus instituciones. y el actuar del AMV...*

#### **2.4. PROSCIPCIÓN DE LA RESPONSABILIDAD OBJETIVA**

*De lo anterior se desprende claramente lo siguiente: (i) Que las infracciones como lo son las que nos ocupan deben estar tipificadas; (ii) que debe quedar plenamente demostrada la antijuridicidad del hecho; (iii) que debe quedar plenamente demostrada la imputabilidad de la conducta; y (iv) que debe quedar plenamente demostrada que la actuación es imputable a título de dolo o de culpa...*

*Sobre este particular llamo la atención del Tribunal Disciplinario acerca de que la Resolución impugnada en ningún momento dice que las presuntas infracciones se imputaron a mi representada a título de dolo o de culpa, pese a lo cual la Sala de Decisión sancionó a Global Securities S.A. Y como esta imputación no se hizo, ello pone de presente una de dos cosas: (i) Que al AMV no le importó la culpabilidad o no de mi representada, con lo cual profirió una sanción disciplinaria bajo un régimen de responsabilidad objetiva o (ii) que dicha entidad violó el derecho de defensa de mi representada pues no le está permitiendo controvertir bien el dolo o la culpa con que la Sala de Decisión entiende*

*-pero no revela a mi representada- que actuó al Cofl1eter las supuestas infracciones...*

### 111. CONSIDERACIONES FRENTE A LA SANCIÓN IMPUESTA;

#### 3.1. INEXISTENCIA DE PROPORCIONALIDAD.

*Bajo esta, óptica convendría pues, que el AMV hubiese expuesto en la parte motiva de la resolución No 5 de 2017, los daños efectivos a los bienes jurídicos que dijo proteger, dado que de ello depende la proporción de la sanción a aplicar a Global Securities S.A. Por el contrario, la Sala de Decisión omitió deliberadamente estudiar y relacionar los perjuicios económicos efectivamente generados a los clientes inversionistas y al público del mercado de valores.*

*Lo cierto es que el AMV se limitó a cuantificar las supuestas utilidades percibidas por mi representada al momento de realizar las operaciones cuestionadas y en ningún momento cuantificó si en efecto alguno de los clientes inversionistas parte de dichas operaciones sufrió o no algún perjuicio por cuenta de la realización de las mismas. De haber hecho el estudio correspondiente el AMV hubiera encontrado que ninguno de los clientes inversionistas se perjudicó con la realización de las operaciones de compra y venta de Bonos MMMM en el mercado mostrador en tanto se trató de operaciones sobre un bono que no tenía liquidez alguna por cuenta de las difíciles condiciones financieras de su emisor.*

#### 3.2. DEL PRINCIPIO DE MOTIVACIÓN EN LA LIQUIDACIÓN DE LA MULTA.

*Es por esto que si el AMV impone una multa de semejante calibre a la sociedad comisionista que como se ha demostrado no tenía ninguna política institucional que permitiera la ejecución de los operaciones realizadas por quienes encontrándose certificados por AMV para actuar en el mercado de valores y a quienes ni siquiera les abrió una investigación, realizaron la operaciones cuestionadas, se encuentra obligada a especificar cuales son las razones de proporcionalidad, las razones por las cuales habría supuestamente puesto en peligro los intereses jurídicos tutelados, individualizar por cargo el supuesto bien jurídico tutelado puesto en peligro, pues no basta utilizar simples fórmulas de comodín cuando se estaba analizando cuáles son las circunstancias jurídicas o fácticas que concurren para una sanción tan gravosa como la que ahora nos ocupa...*

##### 3.2.1. DE LA AUSENCIA DE MATERIALIDAD EN LA CONDUCTA.

*No obstante, el AMV no señala la manera como la sociedad comisionista con la aplicación de una política institucional, les produjo dicho detrimento a estos inversionistas, ni mucho menos indica el monto del*

*supuesto detrimento en cada caso. Esto, no es un asunto de menor importancia en tanto no es lo mismo, la utilidad obtenida por la sociedad en las operaciones en posición propia a un detrimento en el patrimonio de los clientes más si se tiene en cuenta las condiciones de mercado en las que se encontraban los bonos MMMM, por su situación de iliquidez, desvalorización, cambio de calificación, etc venían arrastrando ya para estos portafolios una pérdida de mercado...*

### 3.3. DEL PRINCIPIO DE IGUALDAD DE LA SANCIÓN.

*Por lo anterior y en aplicación al derecho de igualdad comedidamente solicitamos se efectúe la modificación de la sanción impuesta equiparándola a las que han sido impuestas por los mismos hechos, por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia..."*

## II. CONSIDERACIONES DE LA SALA

### 2.1. Competencia.

Por mandato del artículo 25 de la Ley 964 de 2005 “*quienes realicen actividades de intermediación de valores están obligados a autorregularse*”. Añade el artículo 24 *ibídem* que el ámbito de la autorregulación comprende, entre otros aspectos, el ejercicio de la función disciplinaria, consistente en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación.

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

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

Así las cosas, como la sociedad investigada es un miembro de AMV y en el pliego de cargos se imputa la vulneración de normas propias de la

intermediación de valores, surge evidente la competencia de la Sala de Decisión para pronunciarse de fondo sobre este asunto.

## 2.2. De la caducidad.

El inciso 3° del artículo 90 del Reglamento de AMV indica que la Sala de Revisión no podrá proferir decisión sancionatoria transcurrido más de un (1) año, contado a partir del día hábil siguiente al término dispuesto para presentar el pronunciamiento al recurso y como en el presente caso, lo anterior se cumplió el 23 de octubre de 2017, a la fecha de esta decisión no ha caducado la competencia de la Sala.

## 2.3. Consideraciones preliminares

Previo a pronunciarse sobre la conducta de la sociedad investigada y la adecuación típica, procede la Sala a realizar un pronunciamiento a los argumentos presentados en el recurso de apelación según los cuales existe una violación al debido proceso por no aplicarse la terminación administrativa del proceso recogida en el artículo 73 del Reglamento de AMV y por haberse aplicado un régimen de responsabilidad objetiva cuando este está proscrito.

### 2.3.1. Terminación administrativa del proceso disciplinario.

El artículo 73 del Reglamento de AMV dispone que:

*“El proceso disciplinario se podrá dar por terminado, antes de que el Tribunal haya decidido, si se advierte que los hechos objeto de investigación lo son también por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia o cuando se decida dar traslado de la investigación a dicha Superintendencia, de conformidad con lo que se establezca en el Memorando de Entendimiento que se suscriba con dicha entidad.*

*Cuando el proceso se encuentre en etapa de investigación, corresponderá al Presidente o al Vicepresidente de Cumplimiento y Disciplina, o al Gerente de Investigación y Disciplina tomar la respectiva decisión. Cuando se encuentre en etapa de decisión, corresponderá al Tribunal Disciplinario, previa solicitud que en tal sentido formulen dichos funcionarios. En uno y otro caso se remitirán las diligencias surtidas por AMV a la Superintendencia Financiera de Colombia y se notificará por escrito de este hecho al investigado”.*

De la lectura de esta norma se desprenden varios temas que deben ser revisados previo a analizar las consideraciones presentadas por la sociedad apelante.

En primer lugar, el primer inciso de este artículo establece dos escenarios fácticos para que opere esta figura, el primero, que la Superintendencia Financiera de Colombia y AMV adelanten sendas investigaciones por los mismos hechos y el segundo cuando se traslade una investigación a la Superintendencia.

Ahora bien, este escenario no ha sido ajeno a análisis por parte de la Superintendencia Financiera<sup>7</sup> y especialmente por la Corte Constitucional, quienes han sostenido que tanto AMV como la SFC tienen competencia para ejercer la función disciplinaria por los mismos hechos y eventualmente sancionar a los actores que intervienen en el mercado de valores en Colombia por el incumplimiento a las normas del mercado de valores, con la diferencia que la segunda tiene una competencia más amplia que el autorregulador, pues puede ser ejercida frente a cualquier persona que vulnere las normas que regulan el mercado de valores, por el contrario, AMV solo puede sancionar a los sujetos de autorregulación<sup>8</sup> por el incumplimiento a las normas del mercado de valores que tengan relación con la actividad de intermediación.

En consecuencia, es posible que las dos entidades inicien investigaciones de manera separada por los mismos hechos y que finalicen con la imposición de sanciones, que igualmente pueden ser similares, como sucede con la amonestación y multa. Ahora bien, esta última tiene una diferencia sustancial y es que la impuesta por la SFC tiene como destino el tesoro nacional según lo dispone el artículo 53 literal b) de la Ley 964 de 2005, y en el caso de AMV el parágrafo uno del artículo 82 del Reglamento de AMV dispone que el destino de estos recursos será el que determine el Consejo Directivo procurando la profesionalización y el mejoramiento de estándares de los miembros de AMV y sus funcionarios.

Como complemento a lo anterior, resulta pertinente analizar la naturaleza jurídica y la finalidad de las sanciones que impone el Tribunal Disciplinario de AMV.

---

<sup>7</sup> Cfr Concepto 2006034168-002 del 6 de octubre de 2006.

<sup>8</sup> Sujeto de autorregulación: Los miembros, los asociados autorregulados voluntariamente y sus personas naturales vinculadas.



El artículo 24 de la Ley 964 de 2005 establece que en el ámbito de la autorregulación a la entidad que cumpla esta función podrá ejercer las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria, en esta última podrá imponer sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación. Por su parte el artículo 26 literal h) establece que las sanciones podrán tener la forma de expulsión, suspensión, limitación de actividades, funciones y operaciones, multas, censuras, amonestación y otras que se consideren apropiadas y que no riñan con el ordenamiento jurídico legal.

En desarrollo de esta norma, AMV decidió en su reglamento establecer que las sanciones que se pueden imponer en el marco de un proceso disciplinario serán amonestación, multa, suspensión y expulsión.

Por su parte la SFC, puede imponer las sanciones que establece el artículo 53 de la Ley 964 de 2005, que con una simple lectura, se concluye que son más amplias y pretenden cubrir todos los aspectos de la competencia que dicha entidad ejerce en el mercado de valores en Colombia, la cual según se ha reconocido es la expresión de una función constitucional atribuida al Presidente de la República quien la ha delegado en esta entidad, por lo tanto, estamos frente a una función puramente pública, con todos los efectos jurídicos que ello implica.

Por el contrario, la función disciplinaria que ejerce el autorregulador tiene su origen o naturaleza en la ley quien le ha reconocido a los privados que intervienen en el mercado de valores la posibilidad de autorregularse, es decir, es una función de naturaleza puramente privada<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> SFC. Concepto 2006034168-002 del 6 de octubre de 2006. "La disciplina y la autorregulación se fundamentan en la adopción y aplicación de normas de conducta de quienes actúan en el mercado, con el fin de preservar los buenos usos de sus participantes, propender por el cumplimiento de sus compromisos, profesionalizar el mercado y la actividad de los intermediarios y velar por el cumplimiento y efectividad de la regulación". En tal sentido, puede señalarse que la función disciplinaria en cabeza de los organismos autorreguladores tiene por finalidad sancionar aquellos actos que representen una vulneración o trasgresión, fundamentalmente de normas de conducta de orden ético y profesional que se demandan del ejercicio de la intermediación de valores, a efectos de corregir la prestación de dichos servicios, y sobre todo en pro de los intereses de los inversionistas.

Si bien a través del ejercicio de la actividad de autorregulación, los organismos autorreguladores colaboran con la Superintendencia Financiera de Colombia en el cumplimiento de una finalidad última, cual es la protección del interés público que envuelve el desarrollo de las actividades del mercado de valores, la naturaleza del ejercicio de la misma difiere de la de ésta Entidad, en tanto, como se señaló, su esencia es la de reprender conductas que vayan en contra del ejercicio idóneo y adecuado de la profesión y de la actividad de intermediación de valores. Así mismo busca propender por la honorabilidad y corrección en las actuaciones de sus miembros y las personas vinculadas a éstos, de lo cual se deriva la obediencia y exigencia del cumplimiento de las normas que regulan el mercado de valores.

Continuando con el análisis del artículo 73 del Reglamento de AMV encontramos que el segundo inciso del artículo 73 establece la condición procesal para que opere la figura de la terminación administrativa, dependiendo de la etapa en que se encuentre el proceso disciplinario. Si se encuentra en la etapa de investigación, es decir, que no se haya trasladado el pliego de cargos al sujeto de autorregulación corresponderá al Presidente o al Vicepresidente de Cumplimiento y Disciplina o al Gerente de Investigación y Disciplina tomar la decisión. Una vez trasladado el pliego de cargos, es decir, cuando haya iniciado la etapa de decisión, le corresponderá al Tribunal Disciplinario previa solicitud que realice alguno de los funcionarios competentes para tomar la decisión cuando el proceso esté en la etapa de investigación.

Ahora bien, entre otras expresiones del debido proceso se ha reconocido que este implica que el ejercicio de funciones se haga bajo parámetros normativos previamente establecidos y que propenda por la erradicación de la arbitrariedad, por lo tanto, cuando un procedimiento está debidamente reglado en las normas que obligan a las partes procesales, mal haría el operador disciplinario aplicar un principio del derecho como es la prevalencia del derecho sustancial sobre el procesal, que específicamente pretende resolver un fenómeno jurídico denominado como el “*exceso ritual manifestó*”, que no es otra cosa que las normas procesales no pueden ser un obstáculo para que la verdad jurídica se destape en el curso de un proceso y desconocerlas.

En consecuencia, para el caso concreto no procede aplicar este principio propuesto por la sociedad investigada, pues el hecho que se impongan sanciones por los mismos hechos no implica que se esté ocultando la verdad jurídica, por lo que la Sala no puede entrar de manera oficiosa a declarar la terminación administrativa del proceso. Por el contrario, de hacerlo, si se estaría vulnerando el debido proceso, entendido este en la concepción aquí propuesta.

### 2.3.2. Proscripción de la responsabilidad objetiva.

Expone la sociedad apelante que para que se pueda imponer una sanción en ejercicio de la función disciplinaria debe quedar demostrado cuatro

---

Por su parte, la facultad sancionatoria de la Superintendencia Financiera es mucho más general, se deriva de las atribuciones de inspección, vigilancia y control que le han sido legalmente conferidas en su calidad de autoridad de policía administrativa, es una función pública y por ello recae sobre todos aquellos que vulneren las normas que rigen el mercado de valores y tiene por objetivo la protección del interés público de que trata el artículo 335 de la Constitución Política”.

elementos, saber, i) que las infracciones como lo son las que nos ocupan deben estar tipificadas; ii) que debe quedar plenamente demostrada la antijuridicidad del hecho; iii) que debe quedar plenamente demostrada la imputabilidad de la conducta; y iv) que debe quedar plenamente demostrada que la actuación es imputable a título de dolo o culpa.

En sentencia C-599 de 1992 de la Corte Constitucional al estudiar la acción pública de inconstitucionalidad de los artículos 7, 19, 21, 26 y 27 del Decreto Ley 1746 de 1991, estableció que el régimen de responsabilidad disciplinario es de naturaleza objetiva, al respecto se pronunció la Corte en los siguientes términos:

*“El régimen cambiario, aun cuando conduce a la imposición de medidas económicas y sancionatorias de contenido fiscal, no puede confundirse con el régimen penal ordinario ni se informa de sus orientaciones; por el contrario, desde sus orígenes se ha sostenido que entre uno y otro regímenes existen profundas diferencias de contenido u objeto y de finalidad, que no obligan en ningún modo ni al intérprete ni al legislador, para hacer extensivas las orientaciones, los principios y las reglas de uno al otro, mucho menos en el ámbito de la determinación de la responsabilidad por su aspecto subjetivo o de la culpabilidad. (...)*

*En algunas de las partes del Derecho Administrativo, como es la del régimen de cambios, se admite la no pertinencia de los elementos subjetivos de la conducta tipificada previamente como sancionable, como son la intencionalidad, la culpabilidad e incluso la imputabilidad. Lo que supone el artículo 29 de la Carta, en su primer inciso, no es que las reglas del debido proceso penal se apliquen a todas las actuaciones judiciales o administrativas o de carácter sancionatorio; lo que se propone el Constituyente es que en todo caso de actuación administrativa exista un proceso debido, que impida y erradique la arbitrariedad y el autoritarismo, que haga prevalecer los principios de legalidad y de justicia social, así como los demás fines del Estado, y que asegure los derechos constitucionales, los intereses legítimos y los derechos de origen legal y convencional de todas las personas. (...)*

*El establecer por vía de la regulación legal correspondiente, que las infracciones cambiarias no admiten la exclusión de la responsabilidad por ausencia de culpabilidad o de imputabilidad del infractor, o lo que es lo mismo, señalar que la responsabilidad por la comisión de la infracción cambiaria es de índole objetiva, no desconoce ninguna norma constitucional”.*

Esta posición jurisprudencial fue reiterada por la Corte Constitucional en la decisión C-010 de 2003, en la cual se estudió la acción de inconstitucionalidad presentada en contra de los artículos 24 y 30 del Decreto 1092 de 1996.

En igual sentido se ha pronunciado el Consejo de Estado, quien al estudiar procesos judiciales en los que se argumenta la proscripción del régimen de responsabilidad objetiva, ha dispuesto:

*“Al respecto ha sido criterio jurisprudencial de esta jurisdicción el considerar que el ejercicio del poder sancionatorio en cabeza del Estado, encuentra su límite propio en el respeto a los principios y garantías que informan el debido proceso consagrado en el artículo 29 de la Constitución.*

*Ha considerado la sección, a partir de la naturaleza y finalidades de una y otra disciplina, que en el campo del derecho administrativo sancionatorio por infracciones al derecho financiero, como el que en esta oportunidad ocupa la atención de la sección, en donde se debaten actos dictados en desarrollo de la facultad sancionatoria que ostenta el Superintendente Bancario, respecto de las actuaciones de las entidades y personas objeto de inspección, vigilancia y control, la aplicación de las garantías y fundamentos propios del derecho penal es restrictiva, en tanto no caben figuras tales como el dolo o la culpa, la imputabilidad, favorabilidad y otras aplicables en “materia penal”<sup>10</sup>.*

Por su parte la Superintendencia Financiera de Colombia el 14 de junio de 2012 al resolver una consulta en la que se preguntó si en el ejercicio de la facultad sancionatoria se aplicaba el principio de culpabilidad o el concepto de responsabilidad objetiva, manifestó lo siguiente:

*“Ahora bien, cabe precisar que estos principios no tienen el mismo alcance y contenido que en materia penal, por cuanto se trata de ámbitos jurídicos con especificidades propias, en cuanto sus finalidades difieren sustancialmente. Así, el derecho administrativo sancionatorio pretende garantizar la estabilidad del orden económico, mientras que el derecho penal la convivencia pacífica de los ciudadanos, lo que les otorga un contenido disímil.*

*De ahí que en el ámbito del derecho administrativo sancionatorio no resulte aplicable la culpabilidad propia del campo penal, sino que, por el contrario, está permitida la imposición de sanciones con base en la responsabilidad objetiva del infractor”.*

Finalmente, y en atención a que los esquemas de autorregulación - obligatoria y voluntaria-, son expresiones del derecho privado, resulta pertinente citar unos pronunciamientos del Tribunal Disciplinario en casos de manipulación, que si bien no corresponde a los cargos que fueron formulados en este caso, resultan ilustrativos frente al argumento expuesto por el apelante. Al respecto la doctrina del Tribunal tiene por sentado lo siguiente:

- Sala de Revisión, Resolución 3 del 27 de marzo del 2015

La decisión que se trae en esta oportunidad resulta de la mayor relevancia, dado que el Tribunal reconoce que para la adecuación típica de la conducta de manipulación no se requiere el elemento subjetivo o

---

<sup>10</sup> CONSEJO DE ESTADO, SALA DE LO CONTENCIOSO ADMINISTRATIVO, SECCIÓN CUARTA, Rad: 25000 2324 0001999 0202 01, Consejero Ponente: Juan Ángel Palacio Hincapié.

intencional, es decir, no se requiere probar el dolo por parte del sujeto de autorregulación para entender que la conducta desplegada se adecúa a la infracción de manipulación, al respecto expuso la Sala de Revisión:

*“Aunque lo expuesto resulta suficiente para desvirtuar la conducta de afectación a la libre formación del precio y disminución del valor de la acción de la BMC, la Sala de Revisión considera oportuno efectuar algunas aclaraciones sobre el alcance de la doctrina que ha sentado el Tribunal Disciplinario en relación con las conductas de manipulación, debido a que la forma en que fue presentada por el recurrente puede llevar a errores de interpretación.*

*Así por ejemplo, la expresión “No se requiere para considerar que hubo manipulación del precio de una acción la prueba del móvil para que se concrete la conducta censurada”, tomada por AMV de la Resolución No. 6 del 31 de mayo de 2012, para demostrar que la conducta censurada se configura independientemente del elemento volitivo o intencional de la investigada, no tiene el significado que se le adjudicó en el recurso de apelación. Dicho argumento estaba referido no a la intención con que pudo o no haber actuado en esa oportunidad el sujeto investigado al afectar el precio de la respectiva especie, sino al fin último o provecho que perseguía a través de dicho comportamiento, lo que es irrelevante para efectos de la conducta analizada, en tanto no se erige como un elemento necesario para su configuración.*

*(...) Dicho lo anterior, es dable señalar que tal como ocurre en el presente caso, el elemento subjetivo o intencional no siempre es esencial para inferir y evidenciar si se incurrió en alguna de las conductas como las investigadas en el presente asunto, pues habrá ocasiones en las que, dependiendo de la forma como discurren los hechos, bastará para configurar la conducta la ocurrencia de los actos objetivos que las tipifiquen como efecto de las actividades desplegadas, en consonancia con lo previsto por la propia norma que las regula (Literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005)”.*

Ahora bien, las anteriores decisiones, ya sean proferidas por entidades de naturaleza pública y en el ejercicio de funciones públicas, disciplinarias y jurisdiccionales, así como un órgano de naturaleza privada, como lo es el Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores, coinciden en que el régimen de responsabilidad aplicable en el derecho sancionatorio o disciplinario es de naturaleza objetiva, dado que está sustentado en el cumplimiento de deberes por parte de los actores, quienes en atención a su condición de profesionales tienen la obligación de conocerlos, así mismo son conscientes de las cargas, límites y parámetros fijados por las normas que rigen la actividad en la que participan.

Por estas consideraciones, no están llamados a prosperar los argumentos expuestos por el apelante en cuanto a la falta de acreditación del dolo o culpa como elemento necesario para la declaratoria de responsabilidad en el ámbito del derecho disciplinario sancionatorio.

2.4. Consideraciones de fondo frente a los cargos formulados.

Para el estudio de los cargos formulados, se seguirá el siguiente orden. i). Desconocimiento de las obligaciones en materia de conflictos de interés; ii). Desconocimiento de las obligaciones de información en el mercado mostrador y iii). Desconocimiento del deber de lealtad y trato inequitativo frente a los clientes.

#### 2.4.1. Conducta de la investigada.

Es un hecho cierto, conforme se desprende del registro de la BDU de la Bolsa de Valores de Colombia, que entre los días 21 de agosto de 2014 y 27 de febrero de 2015, la sociedad comisionista de bolsa Global Securities S.A. celebró con clientes inversionistas, operaciones de compra y venta de bonos MMMM identificados con el nemotécnico BTRO149SA.

Las operaciones en cuestión fueron las siguientes:

- Operaciones celebradas el 21 de agosto de 2014:

**Cuadro # 2**

Nemo	Fecha Op	Hora Op	Fecha Liq	Folio	Frac-ción	C/V	Afiliado	Código Operador	Cantidad	Precio	Tasa	Monto	Nombre Inversionista	Valor Comisión	Rueda
BTRO149SA	21/08/2014	15:34:22	2014-08-21	1884	0	V	GLOBAL SECURITIES	01051014	996.027.360	64,324	19,211	640.684.639		0,00	DEES
BTRO149SA	21/08/2014	15:34:22	2014-08-21	1884	0	C	GLOBAL SECURITIES	01051010	996.027.360	64,324	19,211	640.684.639		0,00	DEES
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	0	V	GLOBAL SECURITIES	01051010	996.027.360	72,382	16,724	720.944.524		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	1	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	75.073.704	72,382	16,724	54.339.848		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	2	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	46.828.152	72,382	16,724	33.895.153		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	3	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	74.330.400	72,382	16,724	53.801.830		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	4	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	73.587.096	72,382	16,724	53.263.812		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	5	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	86.966.568	72,382	16,724	62.948.141		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	6	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	311.444.376	72,382	16,724	225.429.668		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	7	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	80.276.832	72,382	16,724	58.105.977		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	8	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	22.299.120	72,382	16,724	16.140.549		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	9	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	143.457.672	72,382	16,724	103.837.532		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	10	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	26.758.944	72,382	16,724	19.368.658		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	11	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	51.287.976	72,382	16,724	37.123.263		0,00	TRD
BTRO149SA	21/08/2014	15:40:56	2014-08-21	1887	12	C	GLOBAL SECURITIES	01051014	3.716.520	72,382	16,724	2.690.092		0,00	TRD
Utilidad obtenida por la SCB												80.259.885	0,00		

Fuente: Información del Sistema de Negociación y Registro de la Bolsa de Valores de Colombia.

- Operaciones celebradas el 18 de septiembre de 2014:

**Cuadro # 4**

Nemo	Fecha Op	Hora Op	Fecha Liq	Folio	Frac-ción	C/V	Código Afiliado	Afiliado	Código Operador	Cantidad	Precio	Tasa	Monto	Nombre Inversionista	Valor Comisión	Rueda
BTRO149SA	18/09/2014	14:57:14	2014-09-18	2405	0	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051014	232.654.152	64,417	19,395	149.868.825		500.562	TRD
BTRO149SA	18/09/2014	14:57:14	2014-09-18	2405	0	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051010	232.654.152	64,417	19,395	149.868.825		0	TRD
BTRO149SA	18/09/2014	14:58:05	2014-09-18	2406	0	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051010	232.654.152	72,453	16,893	168.564.913		0	TRD
BTRO149SA	18/09/2014	14:58:05	2014-09-18	2406	1	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051014	137.511.240	72,453	16,893	99.631.019		0	TRD
BTRO149SA	18/09/2014	14:58:05	2014-09-18	2406	2	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051014	95.142.912	72,453	16,893	68.933.894		0	TRD
Utilidad obtenida por la SCB												18.696.088	500.562			

Fuente: Información del Sistema de Negociación y Registro de la Bolsa de Valores de Colombia.

- Operaciones celebradas el 18, 22 y 30 de diciembre de 2014:

Cuadro #3

Nemo	Fecha Op	Hora Op	Fecha Liq	Folio	C/V	Código Afiliado	Afiliado	Código Operador	Cantidad	Precio	Tasa	Monto	Nombre Inversorista	Valor Comisión	Rueda
BTRO149SA	18/12/2014	15:22:36	2014-12-18	2473	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051018	34.191.984	60,304	22,087	20.619.134		0,00	DEES
BTRO149SA	18/12/2014	15:22:36	2014-12-18	2473	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	34.191.984	60,304	22,087	20.619.134		0,00	DEES
BTRO149SA	18/12/2014	15:22:42	2014-12-18	2474	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051037	165.013.488	63,200	20,956	104.288.524		0,00	DEES
BTRO149SA	18/12/2014	15:22:42	2014-12-18	2474	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	165.013.488	63,200	20,956	104.288.524		0,00	DEES
BTRO149SA	22/12/2014	10:51:49	2014-12-22	316	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	69.127.272	76,204	16,836	52.677.746		0,00	TRD
BTRO149SA	22/12/2014	10:51:49	2014-12-22	316	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051014	69.127.272	76,204	16,836	52.677.746		0,00	TRD
BTRO149SA	30/12/2014	9:22:05	2014-12-30	98	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	130.078.200	76,481	16,831	99.485.108		0,00	TRD
BTRO149SA	30/12/2014	9:22:05	2014-12-30	98	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051014	130.078.200	76,481	16,831	99.485.108		0,00	TRD
Utilidad obtenida por la SCB												0,00			

Fuente: Información del Sistema de Negociación y Registro de la Bolsa de Valores de Colombia.

- Operaciones celebradas el 26 de diciembre de 2014:

Cuadro #5

Nemo	Fecha Op	Hora Op	Fecha Liq	Folio	C/V	Código Afiliado	Afiliado	Código Operador	Cantidad	Precio	Tasa	Monto	Nombre Inversorista	Valor Comisión	Rueda
BTRO149SA	26/12/2014	13:28:17	2014-12-26	638	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	35.678.592	70,719	18,478	25.231.543		0	TRD
BTRO149SA	26/12/2014	13:28:17	2014-12-26	638	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051014	35.678.592	70,719	18,478	25.231.543		0	TRD
BTRO149SA	26/12/2014	14:38:24	2014-12-26	648	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051014	2.229.912	61,000	21,912	1.360.246		149.994	TRD
BTRO149SA	26/12/2014	14:38:24	2014-12-26	648	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	2.229.912	61,000	21,912	1.360.246		0	TRD
BTRO149SA	26/12/2014	14:38:53	2014-12-26	649	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051014	8.919.648	61,000	21,912	5.440.985		150.008	TRD
BTRO149SA	26/12/2014	14:38:53	2014-12-26	649	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	8.919.648	61,000	21,912	5.440.985		0	TRD
BTRO149SA	26/12/2014	14:39:06	2014-12-26	650	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051014	24.529.032	61,000	21,912	14.962.710		150.076	TRD
BTRO149SA	26/12/2014	14:39:06	2014-12-26	650	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	24.529.032	61,000	21,912	14.962.710		0	TRD
Utilidad obtenida por la SCB												3.467.602	450.078		

Fuente: Información del Sistema de Negociación y Registro de la Bolsa de Valores de Colombia.

- Operaciones celebradas el 27 de febrero de 2015:

Cuadro #1

Nemo	Fecha Op	Hora Op	Fecha Liq	Folio	C/V	Código Afiliado	Afiliado	Código Operador	Cantidad	Precio	Tasa	Monto	Nombre Inversorista	Valor Comisión	Rueda
BTRO149SA	27/02/2015	11:51:15	2015-02-27	1550	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	12.636.168	60,000	22,729	7.581.701		150.118	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	11:51:15	2015-02-27	1550	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051010	12.636.168	60,000	22,729	7.581.701		0	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	11:51:19	2015-02-27	1554	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	2.229.912	60,000	22,729	1.337.947		150.011	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	11:51:19	2015-02-27	1554	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051010	2.229.912	60,000	22,729	1.337.947		0	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	11:51:23	2015-02-27	1557	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	3.716.520	60,000	22,729	2.229.912		150.073	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	11:51:23	2015-02-27	1557	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051010	3.716.520	60,000	22,729	2.229.912		0	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	11:51:27	2015-02-27	1566	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	1.486.608	60,000	22,729	891.965		150.029	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	11:51:27	2015-02-27	1566	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051010	1.486.608	60,000	22,729	891.965		0	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	12:53:07	2015-02-27	2130	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	2.229.912	60,000	22,729	1.337.947		150.024	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	12:53:07	2015-02-27	2130	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051010	2.229.912	60,000	22,729	1.337.947		0	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	13:31:15	2015-02-27	2334	V	51	GLOBAL SECURITIES	01051010	22.299.120	77,404	16,838	17.260.411		0	DEES
BTRO149SA	27/02/2015	13:31:15	2015-02-27	2334	C	51	GLOBAL SECURITIES	01051054	22.299.120	77,404	16,838	17.260.411		0	DEES
Utilidad obtenida por la SCB												3.880.939	750.254		

Fuente: Registros del Sistema de Negociación de la Bolsa de Valores de Colombia.

Es un hecho cierto que en todas las operaciones objeto de investigación, la sociedad comisionista Global Securities interpuso la cuenta de la posición propia, ya fuese obrando como comprador o vendedor de los títulos.

Es un hecho cierto que la diferencia entre los valores de giro, es decir, el margen de intermediación resultante de las operaciones de compra y venta dependiendo de la punta en la que se encontraba la posición propia de la firma, fue de \$133'559.710 a favor de la sociedad investigada.

Adicionalmente, es un hecho cierto que como consecuencia de las operaciones, la sociedad comisionista cobró por concepto de comisiones la suma de \$1´700.894 pesos.

#### 2.4.2. Adecuación típica de la conducta.

##### 2.4.2.1. Incumplimiento a las reglas de conflicto de interés.

Las normas invocadas como vulneradas por la sociedad investigada fueron el artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010:

*“Artículo 7.3.1.1.2 Deberes especiales de los intermediarios de valores. Los intermediarios de valores deberán cumplir con los siguientes deberes especiales:*

*Deberes frente a los conflictos de interés. Sin perjuicio de lo dispuesto en normas de naturaleza especial, los intermediarios de valores deberán establecer y aplicar consistentemente principios, políticas y procedimientos aprobados por su junta directiva, o el órgano que desarrolle funciones equivalentes, para la detección, prevención, manejo de conflictos de interés en la realización de operaciones de intermediación...”*

Artículos 36.3 y 38.3 del Reglamento de AMV:

*Artículo 36.3 Responsabilidad por actos de PNV. Los miembros serán responsables por los actos de las personas naturales vinculadas a éstos y en tal virtud deberán verificar que toda persona que comprometa al intermediario en un negocio determinado tiene las facultades necesarias para hacerlo. Lo anterior, sin perjuicio de la responsabilidad que le pueda asistir a la persona natural vinculada.*

*Artículo 38.3 Artículo 38.3 Prevención y administración. Los sujetos de autorregulación deberán prevenir la ocurrencia de conflictos de interés. Si no fuere posible prevenir una situación de conflicto de interés, los sujetos de autorregulación deberán administrar cada caso de manera idónea, sin perjuicio de lo establecido en las normas de naturaleza especial. Para esto, cada miembro adoptará las políticas e implementará procedimientos, tales como:*

- a. Revelación al superior Jerárquico o cualquier otra persona al interior de la entidad y/o órgano de control designado para el efecto.*
- b. Revelación previa a las partes afectadas.*
- c. Obtención de autorización previa de las partes afectadas.*
- d. Prohibición o abstención para actuar frente al conflicto de interés.*



*Parágrafo. Los conflictos de interés que puedan surgir con ocasión de la actividad de intermediación de valores, se considerarán subsanados una vez hayan sido debidamente administrados.*

## Código de Buen Gobierno de Global.

*(...) 8. a. Políticas para la identificación, manejo y administración de conflictos de interés.*

*Se entiende por conflicto de interés, la situación en virtud de la cual, una persona en razón de su actividad, se enfrenta a distintas alternativas de conducta con relación a intereses incompatibles, ninguno de los cuales puede privilegiar en atención a sus obligaciones legales o contractuales. Entre otras conductas, se considera que hay conflicto de interés, cuando la situación llevaría a la escogencia entre (1) la utilidad propia y la de un cliente, (...)*

*Los empleados de Global S.A. C.D.B. se abstendrán de participar en situaciones de puedan generar conflictos de interés (...)*

### *ii) Definición de conflicto de interés*

*Son situaciones que pueden surgir como consecuencia del desarrollo del objeto social principal de la sociedad cual es el desarrollo del contrato de comisión para la compra y venta de valores, así como del desempeño de otras actividades complementarias que integran su objeto social (...) cuya existencia pueda menoscabar los intereses de los clientes, o suponer un beneficio ilegítimo para GSC o sus "vinculados" (...) Particularmente se producen conflictos de intereses cuando los intereses de los clientes, no son la primera preocupación de GSC.*

*En consecuencia, se considera que existe un conflicto de interés, cuando quiera que ocurra lo siguiente: Un resultado originado por diversas circunstancias provocando un conflicto entre el propio interés de GSC o de alguno de sus vinculados y los intereses de los clientes. (...)*

*ix. Procedimientos y medidas de prevención de conflictos de interés. Los principales mecanismos con los que cuenta GSC para gestionar la identificación de conflictos de interés son:*

*(...) a) Efectuar comprobaciones periódicas basadas en técnicas de muestreo con el fin de verificar que las operaciones de adquisición y enajenación de valores que ejecute GSC por cuenta de los clientes o por cuenta propia, así como por las personas vinculadas, no están afectadas por el acceso indebido a informaciones reservadas o privilegiadas y para verificar el correcto funcionamiento del sistema de barreras de información. En concreto se vigilará siempre:*

- Dar prioridad a los legítimos intereses de los clientes.*
- No anteponer la compra/venta de títulos o valores de GSC en desarrollo de sus operaciones por cuenta propia a los de los clientes de características iguales. (...)*

•*Abstenerse de actuar anticipadamente por cuenta propia conociendo la próxima actuación de clientes o de inducir a la actuación de estos últimos en beneficio propio, o de otros clientes*<sup>11</sup>”.

x. *Procedimientos y medidas de gestión de conflictos de interés*

(...) *“En caso de conflicto entre la sociedad comisionista de bolsa y un cliente, se optará por salvaguardar del interés del cliente”*

xv. *Control*

### 1.1. *Relaciones con los clientes*<sup>12</sup>

*GSC, realizará sus funciones privilegiando los intereses de sus clientes, dando prioridad en sus elecciones, actuando de buena fe, y buscando la mejor forma de ejecutar sus órdenes en términos de tiempo y precios informándole posteriormente de manera oportuna la ejecución de sus operaciones. (...).*

Ahora bien, uno de los argumentos presentados por la sociedad investigada en el recurso de apelación para controvertir este cargo corresponde a que la forma como los operadores negociaron los títulos no obedecía a una política institucional y que se apartaron de manera unilateral de las instrucciones impartidas por los directivos de la entidad.

Este argumento de la sociedad investigada no está llamado a prosperar, por dos razones fundamentales.

En primer lugar, los medios verificables permiten concluir que los operadores que cerraban la operación de compra de los títulos con los clientes inversionistas contaban con un discurso similar, en el que se concentraban en mostrar las bondades de adquirir el título y la eventual utilidad que recibirían, así mismo en todas las grabaciones los operadores mencionan unas reuniones presenciales en la oficina de la sociedad investigada donde se les entregaba información relevante de los títulos, un documento denominado “ABC bonos MMMMs” y se firmaba un “disclaimer” elaborado por la sociedad investigada donde se mencionaban los riesgos asociados a las operaciones, entre otros temas.

Ahora bien, todos estos medios probatorios, contrario a lo manifestado por la sociedad investigada dan cuenta que si existía en la sociedad investigada una campaña de negociación con los bonos MMMMs, -concentraban más del 90% del mercado sobre estos títulos-, por lo que mal podría ahora afirmarse que no existía una política institucional de negociación frente estos títulos y que los operadores actuaban de manera unilateral.

---

<sup>11</sup> Página 30 Código de Buen Gobierno Corporativo Global

<sup>12</sup> Página 33 Código de Buen Gobierno Corporativo Global

En segundo lugar, otro elemento determinante para desvirtuar la afirmación de la entidad investigada tiene que ver con la utilización de la cuenta propia para las operaciones objeto de investigación y la forma como en algunos casos se dieron estas operaciones.

Como quedó demostrado, las operaciones se cruzaron con la posición propia de la sociedad investigada, lo que implicaba que los efectos económicos de las operaciones tenían una afectación directa al patrimonio de la sociedad investigada, pues, en todas las operaciones obtuvieron un margen -en algunos casos superior al 10%- favorable a sus intereses. Así mismo, por esta circunstancia la firma tenía todo el control sobre la operación, pues al obrar como comprador y posteriormente vendedor y concentrando más del 90% del mercado de estos títulos era quien determinaba los precios de negociación, por lo que estaba obligada a realizar un control mayor a la forma como se estaban realizando las negociaciones, pues del resultado de las mismas, devenía un beneficio directo para su patrimonio.

Por lo tanto, no puede afirmarse ahora en las instancias de un proceso disciplinario que si las operaciones se dieron en las condiciones en que se hicieron correspondían a un actuar unilateral de los operadores, pues la sociedad investigada estaba en la capacidad de controlar y corregir si consideraban que estas personas estaban obrando contrario a las políticas definidas por los directivos de la compañía para administrar correctamente el conflicto de interés que implicaba cerrar todas las operaciones con la posición propia<sup>13</sup>, aún más cuando según lo manifestó la sociedad investigada había designado a un representante legal para que las estuviera controlando.<sup>14</sup>

Todas las consideraciones anteriores, más aquellas esbozadas por la Sala de Decisión que no fueron objetadas por la sociedad investigada, llevan a la Sala de Revisión a concluir que efectivamente la sociedad investigada, desde la óptica de su responsabilidad como intermediario de valores incumplió con las normas que regulan los deberes que implicaba administrar los eventuales conflictos de intereses que se presentan en la ejecución de las operaciones cuestionadas, máxime cuando su mismo Código de Conducta disponía que debía "...Dar prioridad a los legítimos intereses de

---

<sup>13</sup> Folio 235 carpeta actuaciones finales. Página 27 escrito de descargos..."Como se observa existían para la época de los hechos, políticas y procedimientos específicamente diseñados para las transacciones relacionadas con los Bonos MMMMs, los cuales fueron aplicados de manera rigurosa con cada uno de los clientes objeto de glosa por parte del AMV..."

<sup>14</sup> Folio 237 carpeta actuaciones finales – respuesta al pliego de cargos. "... (iii) designó a un representante legal de la entidad, para que se encargara de manera preferencial y prioritaria de las operaciones por cuenta propia.

*los clientes. No anteponer la compra/venta de títulos o valores de GSC en desarrollo de sus operaciones por cuenta propia a los de los clientes de características iguales. (...). Abstenerse de actuar anticipadamente por cuenta propia conociendo la próxima actuación de clientes o de inducir a la actuación de estos últimos en beneficio propio, o de otros clientes...".*

2.4.2.2. Desconocimiento de las obligaciones de información en el mercado mostrador.

Las normas que se alegan vulneradas para este cargo corresponden a:

Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.4.1.1.5

*"Deberes adicionales de información respecto de los "clientes inversionistas" contrapartes en el mercado mostrador. En desarrollo del deber de información consagrado en el presente Libro, cuando los intermediarios de valores actúen como contraparte de "clientes inversionistas", deberán informarlos de manera específica sobre los elementos y las características de la operación".*

Artículo 45.1 Reglamento de AMV

*"Información General. Los sujetos de autorregulación deberán, al inicio de la relación comercial, informarle específicamente al cliente sobre las implicaciones de ser su contraparte.*

*Los sujetos de autorregulación que puedan actuar en desarrollo del contrato de comisión deberán asegurar que el cliente conozca cuándo se está actuando en desarrollo del citado contrato y cuándo están actuando como contraparte del cliente, e informarle a éste sobre las implicaciones de ser su contraparte.*

*Parágrafo. La entidad deberá contar con mecanismos para cumplir con la obligación establecida en el presente artículo, en relación con los clientes vinculados en forma previa a la entrada en vigencia del presente reglamento".*

Circular Básica Jurídica.

4.1. *Cumplimiento de los deberes consagrados respecto de contrapartes que tengan la calidad de "clientes inversionistas"*

*"Los intermediarios de valores que realicen operaciones sobre valores de renta fija en el mercado mostrador con una persona que tenga la calidad de "cliente inversionista" deben establecer, mantener y hacer*

*cumplir políticas y procedimientos escritos para el tratamiento de éstas contrapartes de conformidad con los principios establecidos en el numeral 2. del presente Capítulo, y con los deberes consagrados en los arts. 7.4.1.1.4 y 7.4.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010.*

*Estas políticas y procedimientos deben evitar que se realicen operaciones por cuenta propia en el mercado mostrador con contrapartes "clientes inversionistas", cuando éstos tengan la expectativa de ser tratados por el intermediario de valores con el mayor grado de protección. De manera previa al cierre de una operación por cuenta propia en el mercado mostrador con un "cliente inversionista", dicho cliente debe: ser informado expresamente de que el intermediario está actuando como su contraparte; conocer y entender los riesgos, obligaciones y deberes del intermediario de valores y, aceptar que la operación se cierre en estas condiciones".*

Respecto a este cargo, la sociedad investigada no realizó pronunciamiento alguno en el recurso de apelación, lo que implica que hubo aceptación de las consideraciones expuestas en la decisión de primera instancia.

Sin perjuicio de lo anterior, la Sala de Revisión considera necesario reiterar que los deberes que deben cumplir los intermediarios de valores cuando celebren operaciones en el mercado mostrador con personas que son igualmente clientes y por cuenta de quien celebran operaciones en ejecución de un contrato de comisión están dispuestas para garantizar los principios de transparencia, profesionalidad e idoneidad que deben cumplir todos los agentes que intervienen en el mercado de valores. Pues, esa situación jurídica que nace cuando se decide celebrar una operación en calidad de contraparte con una persona que es su cliente para otras operaciones, reviste una complejidad en el entendimiento de los clientes inversionistas, que exige por parte de los intermediarios definir unos procedimientos claros, que incluyan un proceso de revelación previo en el cual se expliquen los riesgos y consecuencias derivados de dicha situación.

Ahora bien, para el caso concreto, con meridiana claridad se llega a la conclusión que la sociedad investigada incumplió con estas normas, pues en ninguna de las operaciones celebradas en la calidad aquí descrita controló que se revelara de manera previa a las personas que eran sus clientes inversionistas, para otras operaciones, y que para éstas en particular iban a ser tratados como contrapartes, así como los riesgos y consecuencias que ello implicaba.

2.4.2.3. Desconocimiento del deber de lealtad y trato inequitativo frente a los clientes.

Las normas en las cuales se sustentó el cargo de trato inequitativo son las siguientes:

Reglamento AMV.

*Artículo 36.5 "Tratamiento equitativo. Los sujetos de autorregulación deberán asegurar un tratamiento equitativo a los clientes y demás participantes del mercado".*

Las normas en las cuales se sustentó el cargo de incumplimiento al deber de lealtad son las siguientes:

- Decreto 2555 de 2010.

*Artículo 7.6.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010. (literal d)*

*"Principios orientadores. Para los efectos del presente decreto se consideran principios orientadores en relación con los conflictos de interés y el manejo de información privilegiada los siguientes:*

*(...)*

*d) Lealtad: Se entiende por tal la obligación que tienen los agentes de obrar simultáneamente de manera íntegra, franca, fiel y objetiva, con relación a todas las personas que intervienen de cualquier manera en el mercado. Entre otras conductas, son expresión del principio de lealtad: (..) (ii) abstenerse de dar información ficticia, incompleta o inexacta". (negrilla fuera del texto original)*

- Reglamento de AMV.

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

- a. La identificación del miembro en nombre del cual se está actuando y la calidad específica en que actúa la persona natural vinculada, a fin de evitar cualquier riesgo de confusión de contraparte;*
- b. Si el miembro actúa en posición propia o por cuenta de terceros;*
- c. El recíproco conocimiento de todos los elementos necesarios para el cierre de la operación; y*

*d. La revelación de toda información material o relevante para el cierre del negocio, a menos que la información sea reservada. (Negrilla fuera del texto original)*

*Artículo 37.3 "Los sujetos de autorregulación no deben adelantar cualquier relación de negocios en la cual exista desinformación, o mal entendimiento sobre la transacción específica o sobre el alcance de las responsabilidades del miembro".*

Respecto de este cargo se mantendrá el estudio realizado por la Sala de Decisión, quien en atención a la similitud de la situación fáctica planteada por el instructor para ambos cargos, decidió unificarlos.

En relación con este cargo la sociedad investigada en el recurso de apelación presentó varias consideraciones que la Sala a manera de síntesis resumen en los siguientes puntos que serán abordados uno a uno;

- Las operaciones se realizaron cumpliendo con toda la normatividad aplicable y con fundamento en estudios del área de riesgos que garantizaba la aplicación de murallas chinas en el manejo de las operaciones por cuenta de clientes y operaciones por cuenta propia.

En primera medida, para la Sala resulta extraño el argumento presentado por el apelante, dado que la utilización de murallas chinas no tiene relación directa con la obligación que tienen los intermediarios de valores de entregar toda la información necesaria para que sus clientes tomen decisiones informadas y consientes, frente a los riesgos inherentes a las operaciones que deseen realizar, en el marco del cumplimiento del principio de lealtad y la obligación dispuesta en los artículos 37.2 y 37.3 del Reglamento de AMV ya citados.

No obstante lo anterior, y en aras de revisar todas las consideraciones expuestas por la sociedad apelante, reitera la Sala lo dispuesto en el punto correspondiente al análisis que se hizo en el cargo de incumplimiento a las normas de conflicto de interés y a los deberes de información cuando se actúa en el mercado mostrador.

Es decir, no le asiste razón al apelante puesto que lo que pudo demostrarse en el proceso es que las "murallas chinas" implementadas por la sociedad comisionista en su calidad de intermediario de valores no operaron, dado que nunca se reveló a los clientes inversionistas el conflicto de interés que implicaba celebrar las operaciones con la posición propia de la firma. Así mismo, en ningún caso se informó a éstos los riesgos y consecuencias de

actuar en el mercado mostrador -para los casos en que se celebraron operaciones en este sistema-.

- Las operaciones no implicaron necesariamente una pérdida para los portafolios de los clientes.

Esta consideración además de alejarse de los argumentos expuestos por la Sala de Decisión y que sirvieron de fundamento a encontrar sustentado el cargo que se analiza en esta oportunidad, resulta irrelevante, comoquiera que lo cuestionable y reprochable a la sociedad comisionista es cuál era la información que entregaba a sus clientes -entiéndase contrapartes-, cuando actuaba como comprador y otra muy diferente cuando lo hacía como vendedor.

Ahora bien, si bien es cierto que los asesores que cerraban las operaciones de venta -posición propia vendía a los compradores-, informaban que el título que iban a negociar era ilíquido y que existían unos riesgos, teniendo en cuenta la calificación que tenían, se evidencia que el énfasis que se hacía en la negociación era en los aspectos favorables de la operación, por el contrario, cuando se revisan las grabaciones de compra -posición propia comprando a los tenedores de los títulos-, lo que resalta de las grabaciones es la entrega de información negativa del título, induciendo a su cliente a tomar la decisión de venta.

Así mismo, de las grabaciones se advierte que los operadores, -recuérdese que ya se estableció en esta decisión que seguían un guión- le daban a entender a los inversionistas que estaban buscando precios en pantalla, o que habían realizado un proceso de mercadeo respecto de los títulos, cuando la realidad era la contraria, pues por un lado estaba el grupo de asesores en contacto con los inversionistas que estaban dispuestos a vender y por otro lado el grupo de asesores con los inversionistas que querían comprar, convenciéndolos de las bondades de hacer una y otra operación y en la mitad del negocio la cuenta propia de la firma intermediando entre estos grupos de inversionistas de manera indebida.

Así mismo, en las grabaciones se advierte como a los inversionistas que tenían la intención de vender el título les explicaban con detalle el riesgo de default del emisor. Por el contrario, al inversionista interesado en comprar, si bien le informaban de un riesgo de default no entraban a explicar el detalle del mismo.

Estas situaciones son las que son reprochables desde el punto de vista del cumplimiento del deber de lealtad que le asiste a los profesionales del



mercado de valores, puesto que al ser este un negocio cimentado en la confianza entre partes lo mínimo que se exige a los actores que intervienen en este es compartir y entregar toda la información necesaria para que las operaciones se celebren con la mayor transparencia posible y no ocultar o conducir a su contraparte a la celebración de una operación cuestionable desde el punto de vista financiero y legal.

- AMV realizó un monitoreo constante de las operaciones.

Nuevamente, este argumento expuesto no tiene relación con el cargo imputado. Sin perjuicio de ello, el hecho que AMV realice en el ejercicio de su función de supervisión el monitoreo a operaciones no implica automáticamente un consentimiento expreso que las mismas cumplen con la normatividad aplicable; por el contrario, lo que se busca investigar con esos procesos es verificar la forma en que se están realizando las operaciones y establecer después del procesamiento de la información que se recibe, si hay lugar a recomendaciones para mejorar o en los casos en que se advierta un incumplimiento, remitir al área de disciplina para que se inicien las investigaciones disciplinarias correspondiente.

En cuanto a los correos señalados por el apelante, corresponden a solicitudes de información para ser procesada, más no a una anuencia por parte del Autorregulador en el sentido de que las mismas estaban realizándose cumpliendo con todos los requerimientos legales.

En consecuencia, estos argumentos tampoco están llamados a desvirtuar el cargo formulado por AMV y reconocido en la decisión de primera instancia, por lo que en esta oportunidad la Sala de Revisión confirmará la decisión en todos sus apartes.

## 2.5. Dosificación de la sanción.

Este aparte de la Resolución se dividirá en dos, en un primer momento se harán unas consideraciones puntuales respecto a los argumentos planteados por la sociedad apelante; y en un segundo momento, las consideraciones particulares para la imposición de la sanción.

El primer argumento presentado por el apelante corresponde a la inexistencia de aplicación del principio de proporcionalidad, toda vez que la Sala de Decisión omitió realizar un análisis frente los perjuicios económicos efectivamente generados a los clientes.

Sobre el particular proceden las siguientes consideraciones.

Según lo dispuesto en el artículo 80 del Reglamento de AMV, para la imposición de las sanciones el Tribunal Disciplinario debe observar los siguientes principios:

- “a. Principio de proporcionalidad, según el cual la sanción deberá ser proporcional a la infracción;*
- b. Principio disuasorio de la sanción, según el cual la sanción buscará evitar que los participantes del mercado vulneren la norma que dio origen a la misma;*
- c. Principio de la revelación dirigida, de acuerdo con el cual se podrá determinar el momento en que se divulgará al público determinada sanción, en los casos en los cuales la revelación de la misma pueda poner en riesgo la estabilidad del mercado;*
- d. Principio de contradicción, de acuerdo con el cual se tendrán en cuenta los descargos que hagan las personas a quienes se les formuló una solicitud formal de explicaciones y la contradicción de las pruebas allegadas regular y oportunamente al proceso disciplinario”.*

A su vez, el artículo 85 *íbidem*, establece que *“Para determinar las sanciones aplicables, el Tribunal Disciplinario apreciará la gravedad de los hechos y de la infracción, los perjuicios causados con la misma, los antecedentes del investigado y las demás circunstancias que a su juicio fueren pertinentes”.*

Es cierto entonces como lo indica el apelante que para la imposición de sanciones deberán apreciarse las variables arriba mencionadas. Ahora debe hacerse una aclaración respecto a esta exigencia que hace el reglamento, y es que se hará siempre y cuando en el proceso estén acreditadas, es decir, el Tribunal Disciplinario no puede apreciar un hecho cuando este no fue aportado al proceso por las partes procesales, quienes están en la obligación de soportar con las pruebas pertinentes las afirmaciones que realizan.

Es por ello que si la sociedad investigada pretendía que el Tribunal Disciplinario realizara un estudio del efecto que tuvieron las operaciones cuestionadas en el portafolio de cada uno de los clientes y así aplicar la variable de perjuicios causados al momento de la imposición de la sanción, debió acreditar con los medios probatorios pertinentes este hecho.

A contrario sensu, lo que si quedó debidamente acreditado fue la diferencia entre los valores de giros entre las operaciones cuestionadas, por lo que se convierte en un criterio objetivo a tener en cuenta al momento de la imposición de la sanción que debía ser considerado en la primera instancia.

Otro argumento presentado por el apelante atiende a que en otros casos, que, en su entender, revistieron mayor gravedad no se impuso una multa igual.

Es cierto que el Tribunal Disciplinario debe revisar los antecedentes al momento de estudiar un caso particular, lo que no implica que deba decidir de igual manera, pues lo que procede es analizar las circunstancias particulares de cada caso y adoptar la decisión que corresponda. Es decir, los antecedentes son una referencia, más no una camisa de fuerza para el operador disciplinario.

Siguiendo con los argumentos presentados por el apelante, se afirmó que el caso concreto no revestía de la materialidad suficiente pues no existieron daños a terceros, ni al mercado, ni se puso en peligro el mismo, ni tampoco fue el producto de alguna política institucional ni de una omisión por parte de la sociedad comisionista.

Frente a esta consideración, la Sala de Revisión, se remite a las consideraciones expuestas con anterioridad en donde se explicó por qué, sí se consideró que la forma como se negociaron los títulos correspondía a la ejecución de una política institucional y que sí existió una omisión en cuanto al control que debían ejercer frente al cumplimiento de los deberes dispuestos en las normas que regulan la negociación en el mercado mostrador con clientes inversionistas y las reglas de conflictos de interés.

Respecto al daño a terceros y al mercado, desde el punto de vista económico, no se puede hacer un pronunciamiento puesto que no se cuentan con los elementos probatorios que permitan realizar un análisis en ese sentido.

Ahora bien, desde el punto de vista de la transparencia al mercado, es posible concluir que las infracciones cometidas por la sociedad investigada si lo afectan, comoquiera que los intermediarios del mercado de valores en la ejecución de las actividades de intermediación están obligados a cumplir con los principios dispuestos en el artículo 36.1 del Reglamento de AMV<sup>15</sup>, entre los cuales se encuentran los de lealtad, transparencia, profesionalismo, entre otros, que si se aplican al caso concreto, específicamente en cuanto a que se demostró que a los clientes se les entregó información asimétrica, así como que existió una política institucional que buscaba privilegiar el

---

<sup>15</sup> Artículo 36.1 Deberes generales en la actuación de los sujetos de autorregulación.

Los sujetos de autorregulación deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, claridad, precisión, probidad comercial, seriedad, cumplimiento, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan.

interés de la sociedad frente al de sus clientes, es posible concluir que se afectó de manera grave la transparencia en el mercado.

Como se anunció al inicio de este numeral, a continuación, procede la Sala de Revisión a realizar unas consideraciones particulares que la condujeron a reducir la sanción impuesta en primera instancia y en su lugar sancionar a la sociedad investigada con 130 SMMLV del año en que cesaron los hechos sancionados, es decir, de 2015.

Es un hecho probado en el presente proceso que la Superintendencia Financiera de Colombia inició una investigación en contra de la sociedad investigada por los mismos hechos que dieron origen a la investigación adelantada por AMV, y que finalizó con la imposición de una multa de \$200'000.000 de pesos, al encontrar vulnerados los literales f) y x) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005, que corresponden a las infracciones a las normas que regulan las reglas de conflicto de interés.

Ahora bien, esa decisión si bien, como se explicó en la parte inicial de esta Resolución, no inhibe al Tribunal Disciplinario para estudiar e imponer las sanciones que consideren pertinentes, si es una circunstancia particular que debe ser analizada, teniendo en cuenta la necesidad de articular las actividades del Autorregulador y de la Superintendencia Financiera por la razón que se pasa a explicar.

La Corte Constitucional en la sentencia C-692 de 2007 estableció que *“la autorregulación y la regulación estatal no son actividades excluyentes, pues la dos se articulan entre sí con un propósito común...”*, es decir, por lo que debe propender el Regulador Estatal y AMV es articularse de tal manera que ambas entidades protejan la integridad del mercado desde cada una de sus esferas de competencia. Así la Superintendencia Financiera en ejercicio de una función pública constitucional y el Autorregulador en el ejercicio de una función privada crearon un sistema complementario, mas no residual como lo propuso el apelante, en donde se protege de la mejor manera posible la integridad del mercado y en especial a los inversionistas.

Es por esta razón, que la Sala de Revisión para este caso concreto entiende que lo procedente es reducir la sanción impuesta en primera instancia.

No obstante, no procede reducir en su totalidad la sanción, dado que el Autorregulador en el ejercicio de su competencia disciplinaria además de las normas sobre conflictos de interés consideró que la sociedad investigada incumplió normas particulares que tienen relación con actividades de intermediación como es el caso de los deberes de información en el

mercado mostrador, el tratamiento inequitativo de clientes y el incumplimiento al deber de lealtad.

En cuanto a este último, si bien la Superintendencia Financiera lo encontró probado, fue por razones diferentes a las señaladas por AMV, pues, en aquella decisión, se probó por el indebido uso que se le dio al LEO, en la segunda, por la entrega de información asimétrica a los inversionistas.

Por lo tanto, al ser estas normas especiales aplicables a las actividades de intermediación, que enmarcan precisamente en esa competencia legal atribuida al Autorregulador, corresponde imponer una sanción que cumpla con los fines dispuestos por el Reglamento de AMV, esto es que sean disuasivas para que otros intermediarios y sus personas naturales vinculadas no incurran en la misma conducta.

En mérito de lo expuesto, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores –AMV–, integrada por los doctores Jaime Alberto Gómez (Presidente) Marta Paula Paucar y Luis Hernando Parra, de conformidad con lo consagrado en el Acta 247 del 1° de marzo de 2018, del Libro de Actas de la Sala de Revisión, por unanimidad,

## RESUELVE

**ARTÍCULO PRIMERO:** Modificar la resolución No. “5”, expedida por la Sala de Decisión “8” en el sentido de imponer a **GLOBAL SECURITIES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA** la sanción de **MULTA** de **CIENTO TREINTA (130) SALARIOS MÍNIMOS LEGALES MENSUALES VIGENTES que corresponden a ochenta y tres millones, setecientos sesenta y cinco mil quinientos pesos (\$83´765.500)** en los términos del artículo 82 del Reglamento de AMV.

**ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR** a **GLOBAL SECURITIES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA**, que el pago de la **MULTA** aquí ordenada deberá realizarse dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a aquel en que quede en firme la presente Resolución, mediante consignación en la cuenta de ahorros de Bancolombia número 03156939420 a nombre del Autorregulador del Mercado de Valores AMV (Nit. 900.090.529-3).

Dicho pago deberá acreditarse mediante el envío del respectivo recibo de consignación o soporte de transferencia vía fax al número 3470328, o a través de correo electrónico a la dirección [apoveda@amvcolombia.org.co](mailto:apoveda@amvcolombia.org.co), dirigido a la doctora Adriana Poveda Ladino, Gerente de Gestión Financiera

y de Recursos Físicos de AMV, indicando el nombre del sancionado, identificación, teléfono y dirección. **GLOBAL SECURITIES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA** deberá informar lo mismo a la Secretaría del Tribunal Disciplinario.

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

**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**

**JAIME ALBERTO GÓMEZ**  
**PRESIDENTE**

**JOSÉ MANUEL FERNÁNDEZ DE CASTRO**  
**SECRETARIO**