

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

**TRIBUNAL DISCIPLINARIO**

**SALA DE DECISIÓN "6"**

**RESOLUCIÓN No. 2**

**Bogotá, D.C., once (11) de mayo de 2017**

**NÚMERO DE INVESTIGACIÓN:** 01-2016-386 (Acumulado 01-2016-387)  
**INVESTIGADOS:** ANGIE DAYÁN PINILLA MENDOZA  
MILTON ANDRÉS TOLOSA JIMÉNEZ  
**RESOLUCIÓN:** PRIMERA INSTANCIA

La Sala de Decisión "6" del Tribunal Disciplinario de AMV, en ejercicio de sus atribuciones legales, estatutarias y reglamentarias, plasma la decisión adoptada en sesión del 11 de mayo de 2017, dentro de la investigación adelantada contra los señores Angie Dayán Pinilla Mendoza y Milton Andrés Tolosa Jiménez (en adelante "los investigados"), previo recuento de los siguientes:

**I. ANTECEDENTES**

**1.1. Aspectos procesales.**

1.1.1. El 12 y 24 de febrero de 2016, el Autorregulador del Mercado de Valores (en adelante "AMV" o "el Instructor"), en ejercicio de las facultades establecidas en el artículo 57<sup>1</sup> del Reglamento, solicitó<sup>2</sup> explicaciones formales a Angie Dayán Pinilla Mendoza y Milton Andrés Tolosa Jiménez, respectivamente, en su condición de funcionarios de la sociedad AAAA S.A. Comisionista de Bolsa (en adelante "la sociedad" o "AAAA" o "la firma comisionista"), por la posible violación de los artículos

---

<sup>1</sup> Artículo 57 del Reglamento de AMV – 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 solicitud formal de explicaciones en la cual se indiquen la conducta observada, las pruebas y la norma probablemente violada. No podrá elevarse una solicitud formal de explicaciones después de transcurridos más de tres (3) años contados a partir de la ocurrencia de los hechos. En el caso de una infracción resultante de varios hechos, o de infracciones resultantes de hechos sucesivos dicho término se contará a partir de la ocurrencia del último hecho. En el caso de infracciones resultantes de conductas omisivas, el término se contará desde cuando haya cesado el deber de actuar.

<sup>2</sup> Folios 002 a 019 de cada una de las carpetas de actuaciones finales asignadas a los investigados antes de la acumulación.

1266<sup>3</sup> del Código de Comercio, 2.9.6.1.2<sup>4</sup>, 2.9.6.1.3<sup>5</sup>, 7.3.1.1.1<sup>6</sup> y 7.3.1.1.3<sup>7</sup> del Decreto 2555 de 2010, y 36.1<sup>8</sup>, 36.6<sup>9</sup> y 44.1<sup>10</sup> del Reglamento de AMV; todo ello, como consecuencia del posible desconocimiento a las normas del mandato, del deber de asesoría frente a sus clientes, y de los deberes generales de lealtad, idoneidad y profesionalismo.

1.1.2. El 28 de abril de 2016, Milton Andrés Tolosa Jiménez (en adelante "el investigado") rindió formalmente las explicaciones solicitadas<sup>11</sup>. Por su parte, Angie Dayán Pinilla Mendoza (en adelante "la investigada"), mediante defensor de oficio<sup>12</sup> presentó de manera extemporánea sus explicaciones, dado que se radicaron el 21 de abril de 2016.

1.1.3. El 3 de junio de 2016 se dispuso la acumulación de los procesos disciplinarios identificados con el No. 01-2016-386 y 01-2016-387.

---

<sup>3</sup> Artículo 1266 del Código de Comercio – Actuación dentro de los límites del mandato: "El mandatario no podrá exceder los límites de su encargo.

Los actos cumplidos más allá de dichos límites solo obligarán al mandatario, salvo que el mandante los ratifique.

El mandatario podrá separarse de las instrucciones, cuando circunstancias desconocidas que no puedan serle comunicadas al mandante, permitan suponer razonablemente que éste habría dado la aprobación".

<sup>4</sup> Artículo 2.9.6.1.2 del Decreto 2555 de 2010 – Facultades de la sociedad comisionista: "En desarrollo de la actividad de administración de valores, la sociedad comisionista de bolsa solo está facultada para ejercer en nombre y por cuenta de su mandando y siempre que cuente con la autorización expresa del mismo, las actividades que se mencionan a continuación:

(...)

3. Reinvertir las sumas que por capital o rendimientos llegue a cobrar de acuerdo con las que para cada caso particular imparta el cliente, las cuales deben tener el correspondiente soporte escrito (...)"

<sup>5</sup> Artículo 2.9.6.1.3 del Decreto 2555 de 2010 – Reglas: "La ejecución de los servicios de administración de valores por parte del comisionista estará sujeta a las siguientes reglas:

(...)

3. Efectuar las reinversiones que procedan, con sujeción a las instrucciones que imparta el cliente (...)"

<sup>6</sup> Artículo 7.3.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 – Deberes generales de los intermediarios de valores: "Los intermediarios de valores deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan".

<sup>7</sup> Artículo 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 – Deber de asesoría frente a los "clientes inversionistas": "En adición a los deberes consagrados en el artículo anterior, los intermediarios de valores en desarrollo de las actividades de intermediación previstas en los numerales 1º y 2º del artículo 7.1.1.1.2 del presente decreto, tendrán que cumplir con el deber de asesoría profesional para con sus 'clientes inversionistas'.

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

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

<sup>8</sup> Artículo 36.1 del Reglamento de AMV – Deberes generales en la actuación de los sujetos de autorregulación: "Los sujetos de autorregulación deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, claridad, precisión, probidad comercial, seriedad, cumplimiento, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan".

<sup>9</sup> Artículo 36.6 del Reglamento de AMV – Cultura de cumplimiento y control interno: "Las personas vinculadas deben asegurar que las obligaciones impuestas por la normatividad aplicable a ellas y a los miembros sean observadas (...)"

<sup>10</sup> Artículo 44.1 del Reglamento de AMV – Deber de asesoría profesional: "Los sujetos de autorregulación en desarrollo de las actividades de intermediación previstas en los numerales 1º y 2º del artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, tendrán que cumplir con el deber de asesoría profesional para con sus 'clientes inversionistas', de que trata el artículo 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010".

<sup>11</sup> Folios 055 a 062 de la carpeta de actuaciones finales del expediente 01-2016-387.

<sup>12</sup> Folios 044 a 053 de la carpeta de actuaciones finales del expediente 01-2016-386.

1.1.4. El 2 de febrero de 2017 el instructor formuló pliego de cargos<sup>13</sup> contra los investigados, al considerarlos responsables de la infracción de los artículos 1266 del Código de Comercio, 2.9.6.1.2, 2.9.6.1.3, 7.3.1.1.1 y 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010; y 36.1, 36.6 y 44.1 del Reglamento de AMV.

1.1.5. El 16 de febrero de 2017, dentro del término previsto para el efecto, la investigada presentó descargos por conducto de su defensor de oficio. Lo propio hizo el investigado el 21 de febrero del mismo año, oportunidad que también utilizó para solicitar la celebración de un acuerdo de terminación anticipada, motivo por el cual las actuaciones acumuladas fueron de inmediato remitidas a la Vicepresidencia de Cumplimiento y Disciplina, suspendiéndose así los términos procesales.

1.1.6. A través del oficio fechado el 7 de abril de 2017, la Vicepresidencia de Cumplimiento y Disciplina de AMV le informó a la Secretaría del Tribunal Disciplinario la imposibilidad de llegar a un acuerdo con el investigado Milton Andrés Tolosa Jiménez.

1.1.7. Como consecuencia de lo anterior, y en cumplimiento de lo previsto en los artículos 74 del Reglamento de AMV y 5<sup>14</sup> del Reglamento Interno del Tribunal Disciplinario de AMV, el 2 de mayo de 2017, la Secretaría del Tribunal Disciplinario de AMV asignó el proceso a la Sala de Decisión "6".

## 1.2. Síntesis de los hechos y la imputación.

A juicio de AMV, los investigados, en su condición de personas naturales vinculadas a AAAA S.A., habrían incurrido en las conductas de exceso de mandato, desconocimiento del deber de asesoría, y desconocimiento de los deberes generales de lealtad, idoneidad y profesionalismo respecto de sus clientas BBBB y CCCC entre el 12 de febrero de 2013 y el 10 de septiembre de 2015. AMV fundó sus acusaciones en los siguientes argumentos:

### 1.2.1. Argumentos en relación con las actividades de Angie Dayán Pinilla Mendoza

1.2.1.1. La investigada estuvo vinculada a AAAA entre el 1 de diciembre de 2008 y el 16 de julio de 2013, desempeñando el cargo de Promotor Comercial. Para la época de los hechos objetos de investigación, contaba con certificación de operador en negociación en instrumentos de renta variable y fondos de pensiones.

1.2.1.2. Las señoras BBBB y CCCC (en adelante "las clientas") se vincularon a la sociedad comisionista el 27 de mayo de 2011, así mismo suscribieron sendos contratos de administración de valores. Posteriormente, fueron clasificadas como clientes inversionistas con perfil de riesgo moderado.

1.2.1.3. La investigada tuvo a su cargo los productos de las clientas entre el 22 de octubre de 2011 y el 16 de julio de 2013, día en el que se desvinculó de AAAA.

1.2.1.4. El 24 de agosto de 2015, un agente oficioso, actuando en nombre de las clientas, presentó una queja ante AMV en nombre de éstas, en la que informó acerca

<sup>13</sup> Folios 029 a 063 de la carpeta de actuaciones finales acumuladas.

<sup>14</sup> Artículo 5 – Reglamento interno del Tribunal Disciplinario de AMV: "Las investigaciones disciplinarias respecto de las cuales se haya formulado pliego de cargos serán asignadas por la Secretaría del Tribunal Disciplinario a las Salas de Decisión".

de una posible ejecución de operaciones de compra y venta de acciones, operaciones repo y operaciones apalancadas sobre bonos pensionales, sin contar con la autorización previa requerida, durante el periodo comprendido entre el 27 de mayo de 2011 y el 24 de agosto de 2015.

1.2.1.5. Indicó AMV, que, de conformidad con la información entregada por AAAA, durante el período en que la investigada estuvo a cargo de las cuentas de las clientas, se ejecutaron 94 operaciones.

1.2.1.6. Frente a este universo de operaciones, y luego de la evaluación de las pruebas decretadas al interior del proceso disciplinario, entre las que se incluyeron los medios verificables entregados por AAAA, AMV concluyó que la investigada celebró nueve operaciones sin orden previa, esto es, realizadas antes de que las clientas manifestaran su voluntad de invertir y respecto de las cuales la investigada solicitó ratificación posterior<sup>15</sup>.

Adicionalmente, afirmó que se ejecutaron 74 operaciones sobre las cuales no se encontró soporte de la existencia de orden previa<sup>16</sup>.

1.2.1.7. Según indicó AMV, las operaciones sin orden y sin soporte a las que hace referencia el pliego de cargos involucran repos, deuda no estandarizada (simultáneas) y operaciones sobre acciones, tal como se describe en el Cuadro No. 1.

**Cuadro No. 1**

	Sin orden previa	Sin soporte
Acciones	3	17
Operaciones repo	1	1
Deuda no estandarizada	5	56
<b>TOTAL</b>	<b>9</b>	<b>74</b>
	<b>83</b>	

1.2.1.8. Por otra parte, en relación con las operaciones celebradas sobre valores de deuda no estandarizada, AMV observó que 5 fueron realizadas sin orden previa y 56 sin soporte. Además, indicó el Instructor que, aunque en el LEO no se observó que la investigada hubiese registrado las instrucciones correspondientes, sí advirtió que *"fue quien determinó la forma en que se gestionaban los portafolios en su calidad de encargada de las cuentas de las clientes BBBB y CCCC para la época de los hechos objeto de investigación"*<sup>17</sup>.

Como consecuencia de lo anterior, AMV concluyó que la investigada incurrió en exceso de mandato.

1.2.1.9. Adicionalmente, para AMV la investigada desconoció el deber de asesoría al no informar a sus clientes la manera como se gestionaba su portafolio. En el mismo sentido, indicó el Instructor que *"de la revisión de las operaciones ejecutadas por cuenta de las clientes BBBB y CCCC, y tomando en cuenta su naturaleza, esta Corporación advierte que las mismas no guardaban relación con perfiles de riesgo conservadores, como los manifestados por ellas mismas"*<sup>18</sup>.

1.2.1.10. Finalmente, AMV consideró que la investigada desconoció los deberes generales de lealtad, idoneidad y profesionalismo, ya que no obró de manera íntegra,

<sup>15</sup> Las operaciones identificadas fueron incluidas por AMV en el Anexo No. 2.

<sup>16</sup> Las operaciones de las cuales no se halló soporte, se encuentran identificadas en el Anexo No. 3.

<sup>17</sup> Folio 056 cuaderno de Actuaciones Finales acumuladas, página 56 del pliego de cargos.

<sup>18</sup> Folio 059 de la carpeta de Actuaciones Finales acumuladas, página 62 del pliego de cargos.

franca, fiel y objetiva, sino que, por el contrario, su conducta fue desleal y contraria a los intereses de las clientas. Concluyó indicando que la investigada "no cumplió con los estándares mínimos previstos en la normativa del mercado de valores, relacionada con la recepción y procesamiento de órdenes de los clientes y el deber de asesoría exigible para los agentes"<sup>19</sup>.

1.2.2. Argumentos en relación con las actividades de Milton Andrés Tolosa Jiménez.

1.2.2.1. El investigado estuvo vinculado a AAAA entre el 28 de julio de 2006 y el 6 de diciembre de 2015, desempeñando el cargo de Promotor Comercial. Para la época de los hechos objetos de investigación, contaba con certificación de operador en negociación en instrumentos de renta fija, renta variable, y asesor en carteras colectivas.

1.2.2.2. El investigado tuvo a su cargo los productos de las clientas BBBB y CCCC entre el 23 de julio de 2013 y el 6 de diciembre de 2015, día en el que se desvinculó de AAAA.

1.2.2.3. Como consecuencia de la queja de la que se hizo mención en el numeral 1.2.1.4 de esta Resolución, y luego del proceso de investigación, el Instructor indicó que el investigado, mientras estuvo a cargo de las cuentas de las clientas, ejecutó 267 operaciones por cuenta de ellas.

1.2.2.4. Una vez evaluadas las pruebas decretadas al interior del proceso disciplinario, entre las que se incluyeron los medios verificables entregados por AAAA, AMV concluyó que el investigado celebró 21 operaciones sin orden previa, esto es, realizadas antes de que las clientas manifestaran su voluntad de invertir y respecto de las cuales solicitó ratificación<sup>20</sup>.

Adicionalmente, indicó que se realizaron 195 operaciones sobre las cuales no encontró soporte de la existencia de orden previa<sup>21</sup>.

Por último, AMV encontró que el investigado, en el periodo en que aún no estaba a cargo del portafolio de las clientas, registró en 5 ocasiones operaciones sobre títulos de renta fija que no contaban con orden previa, y que a la postre fueron ratificadas.

1.2.2.5. Según indicó AMV, las operaciones sin orden y sin soporte a las que hace referencia el pliego de cargos, involucran repos, deuda no estandarizada (simultáneas) y compra y venta sobre acciones, tal como se describe en el Cuadro No. 2

**Cuadro No. 2**

	Sin orden previa	Sin soporte
Acciones	0	1
Operaciones repo	0	7
Deuda no estandarizada	26	187
<b>TOTAL</b>	<b>26</b>	<b>195</b>
	<b>221</b>	

1.2.2.6. Como consecuencia de lo anterior, AMV concluyó que el investigado incurrió en exceso de mandato.

1.2.2.7. Por otra parte, para AMV el investigado incurrió en desconocimiento del deber de asesoría al no brindar recomendaciones individualizadas a las clientas, de acuerdo con el perfil de riesgo en el que estaban catalogadas. En el mismo sentido, indicó que

<sup>19</sup> Folio 061 de la carpeta de Actuaciones Finales acumuladas, página 66 del pliego de cargos.

<sup>20</sup> Las operaciones identificadas fueron incluidas por AMV en el Anexo No. 2.

<sup>21</sup> Las operaciones de las cuales no se halló soporte, se encuentran identificadas en el Anexo No. 3.

"de la revisión de las operaciones ejecutadas por cuenta de las clientes BBBB y CCCC, y tomando en cuenta su naturaleza, esta Corporación advierte que las mismas no guardaban relación con perfiles de riesgo conservadores, como los manifestados por ellas mismas"<sup>22</sup>.

1.2.2.8. Por último, AMV consideró que el investigado desconoció los deberes generales de lealtad, idoneidad y profesionalismo. Sobre el particular, indicó que el señor Tolosa Jiménez no actuó de conformidad con la confianza depositada por sus mandantes. Asimismo, indicó que la actuación del investigado no fue ejercida con la destreza, idoneidad y pericia exigida a los agentes del mercado de valores, por lo que "no cumplió con la normatividad del mercado, relacionada con la recepción y procesamiento de órdenes de los clientes y el deber de asesoría exigible para los agentes"<sup>23</sup>.

### 1.3. Descargos

#### 1.3.1. Contestación al pliego de cargos por parte del defensor de oficio de Angie Dayán Pinilla Mendoza.

Dentro de la oportunidad procesal, el defensor de oficio de Angie Dayán Pinilla Mendoza planteó, en síntesis, los siguientes argumentos en procura de contrarrestar los cargos que AMV le imputó:

1.3.1.1. Manifestó que el proceso disciplinario que se adelanta ante AMV tiene como característica que la carga probatoria recae "exclusivamente", en el investigador, por lo que los hechos que se imputen deben estar debidamente sustentados y probados, a efectos de demostrar su ocurrencia "más allá de toda duda razonable"<sup>24</sup>.

1.3.1.2. Respecto al primer cargo imputado, la defensa indicó que AMV probó dentro del proceso disciplinario que se ejecutaron nueve operaciones sin orden previa. Sin embargo, sobre las otras 74 operaciones reprochadas, dijo que la ausencia de prueba de orden previa en medio verificable, no significa necesariamente que la investigada no haya obtenido autorización por parte de las clientes, ya que "bien pudo haberse debido a que la sociedad comisionista de bolsa no capturó las conversaciones, caso en el cual la responsabilidad de mi defendida sería inexistente"<sup>25</sup>.

En el mismo sentido, en cuanto a la conservación y aportación de los medios verificables, indicó la defensa que ello le competía a la sociedad comisionista y no a la investigada, por lo cual no podía establecerse, más allá de toda duda razonable, que la ausencia de medios verificables en el expediente significara inequívocamente que la orden no existiera. A su parecer, llegar a la conclusión de que no existió orden previa por la inexistencia de medio verificable que la contenga, tiene como consecuencia la "inversión de la carga de la prueba en contra de la investigada", lo que genera, dijo, que se deja de aplicar "el principio constitucional de in dubio pro disciplinado"<sup>26</sup>.

1.3.1.3. Adicionalmente, el defensor de oficio indicó que, luego de haber revisado los medios verificables que obran como prueba en el proceso, es claro que las clientes conocían el estado de su portafolio y la gestión de la investigada, lo que, a su parecer, desvirtúa la queja presentada.

---

<sup>22</sup> Folio 059 de la carpeta de Actuaciones Finales acumuladas, página 62 del pliego de cargos.

<sup>23</sup> Folio 062 de la carpeta de Actuaciones Finales acumuladas, página 68 del pliego de cargos.

<sup>24</sup> Folio 141 de la carpeta de Actuaciones Finales acumuladas.

<sup>25</sup> Folio 144 de la carpeta de Actuaciones Finales acumuladas.

<sup>26</sup> Folio 146 de la carpeta de Actuaciones Finales acumuladas.

1.3.1.4. Finalmente, manifestó que en caso de que el Tribunal estime probadas las conductas imputadas por AMV, la sanción debe ser proporcional a la infracción demostrada, por lo que solamente deberían tenerse en cuenta las nueve operaciones en las que no queda duda que se excedió el mandato por parte de la investigada.

1.3.2. Contestación al pliego de cargos por parte del apoderado de Milton Andrés Tolosa Jiménez.

El apoderado de este investigado, dentro del término reglamentario, presentó los argumentos que se resumen a continuación, con el objetivo de desvirtuar los cargos imputados por parte de AMV:

1.3.2.1. Respecto del primer cargo, indicó que luego de que su prohijado fuera designado como encargado de las cuentas de las clientas, todas las operaciones celebradas contaron con la respectiva orden previa. Sobre las operaciones registradas y ejecutadas entre el 24 de febrero y el 16 de julio de 2013, indicó que fueron registradas por su poderdante por expresa solicitud de las comerciales que en dicho momento estaban a cargo de los portafolios, por lo que las obligaciones establecidas en la normativa que regula el mercado de valores eran exigibles, de manera exclusiva, a las asesoras designadas por AAAA.

Por otra parte, indicó que el investigado, una vez tuvo a cargo los portafolios de las clientas, y luego del respectivo análisis económico y financiero, les recomendó a ellas cerrar sus posiciones, ya que se podían generar más pérdidas. Ante dicha recomendación, sostuvo, las clientas manifestaron su negativa, ya que no podían asumir la pérdida que hasta ese momento se había generado. Por consiguiente, el mandato se habría excedido si el señor Tolosa Jiménez hubiera liquidado las operaciones en contra de la voluntad de sus clientas.

1.3.2.2. Frente al posible desconocimiento del deber de asesoría, indicó el apoderado que una vez el investigado fue designado como asesor de las clientas, se percató de la situación en que se encontraban sus portafolios, situación que les comunicó de inmediato, exponiendo detalladamente el resultado de su análisis.

Esta gestión, dijo, fue la que logró despejar las dudas que tenían las clientas respecto de las operaciones que las anteriores comerciales habían estructurado y ejecutado en nombre de éstas, las cuales, según los descargos, fueron las que generaron pérdidas económicas.

Adicionalmente, argumentó que no es razonable atribuirle a su poderdante la responsabilidad sobre las operaciones que ejecutaron con anterioridad a la fecha en que fue designado como comercial encargado de las cuentas de las clientas.

Sobre las operaciones realizadas con posterioridad al momento en que fue designado como encargado de los portafolios de las clientas, puntualizó que, con anticipación a su ejecución, y según los medios verificables que obran como prueba, les indicó los elementos relevantes que debían tener en cuenta para tomar la decisión de invertir o no sus recursos.

Con base en lo anterior, solicitó declarar desvirtuado el segundo cargo imputado por AMV.

1.3.2.3. Por otro lado, respecto al tercer cargo imputado, el apoderado manifestó que no se desconoció el deber de lealtad, toda vez que el investigado informó a las clientas el estado de su portafolio, respetó sus instrucciones y se abstuvo de celebrar operaciones que no correspondieran con su perfil de riesgo.

Finalmente, indicó que el investigado procedió con experticia, diligencia, profesionalidad e idoneidad, tal como, a su parecer, reconocieron las clientas en las conversaciones que sostuvieron telefónicamente con aquel.

## 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"*, a lo cual añade el artículo 24 de esa misma normatividad que el ámbito de la autorregulación comprende, entre otros aspectos, el ejercicio de la función disciplinaria, 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<sup>27</sup> y 54<sup>28</sup> 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 *ibídem*, si es que hay lugar a ello.

Precisamente, los artículos 11.4.1.1.<sup>29</sup> del Decreto 2555 de 2010 y 1° del Reglamento de AMV<sup>30</sup> 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.

Ahora bien, para la época de los hechos objeto de reproche, los investigados estaban vinculados a la sociedad AAAA S.A. Comisionista de Bolsa, como se demuestra con las constancias laborales emitidas por dicha sociedad comisionista, que obran a folio 31 de la carpeta original de pruebas. Adicionalmente, en el pliego de cargos se imputó la vulneración de normas propias de la intermediación de valores.

### 2.2. De la caducidad.

---

<sup>27</sup> Artículo 11 del Reglamento de AMV – Función disciplinaria: *"La función disciplinaria consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable, así como el juzgamiento de las mismas (...)"*.

<sup>28</sup> Artículo 54 del Reglamento de AMV – Sujetos pasivos: *"Serán sujetos pasivos de los procesos disciplinarios los sujetos de autorregulación"*.

<sup>29</sup> Artículo 11.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 – Sujetos de autorregulación: *"Adicionalmente, las funciones del organismo de autorregulación se ejercerán respecto de las personas naturales vinculadas a cualquier intermediario de valores que sea miembro del organismo de autorregulación correspondiente, aun cuando tales personas no se encuentren inscritas previamente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, RPMV ni hayan sido inscritas en el organismo autorregulador, de conformidad con lo previsto en el artículo 11.4.6.1.3 del presente decreto"*.

<sup>30</sup> Artículo 1 del Reglamento de AMV - Definiciones: *"(...) Sujetos de autorregulación: Los miembros, los asociados Autorregulador voluntariamente y sus personas naturales vinculadas"*.



El párrafo del artículo 74<sup>31</sup> del Reglamento de AMV indica que la Sala de decisión "no podrá proferir decisiones sancionatorias en contra de las personas investigadas después de transcurrido más de un (1) año contado a partir del día hábil siguiente a aquel en que se venza el término que tenga el investigado para pronunciarse sobre el pliego de cargos".

En el presente caso, teniendo en cuenta que AMV dio traslado del pliego de cargos el 3 de febrero de 2017, y que en virtud de la solicitud que elevó el señor Milton Andrés Tolosa Jiménez para llegar a un acuerdo de terminación anticipada se suspendieron los términos del proceso disciplinario, el límite con que contaban los investigados para pronunciarse al respecto venció el 18 de abril del mismo año. En consecuencia, la oportunidad con que cuenta la Sala de Decisión para proferir una decisión sancionatoria no vence antes del 18 de abril de 2018.

Las anteriores razones sustentan, entonces, la competencia objetiva, subjetiva y temporal de la Sala de Decisión para pronunciarse de fondo en el caso puesto a su conocimiento.

### 2.3. Consideraciones de fondo

Para el estudio del caso, la Sala se pronunciará, en primer lugar, respecto a las conductas imputadas, a través del análisis probatorio y de una aproximación conceptual al exceso de mandato y a las razones que fundamentan la necesidad de brindar asesoría a los clientes vinculados a los intermediarios de valores, su alcance y las características que deben cumplir las recomendaciones de inversión para que el operador no incurra en el desconocimiento del deber de asesoría.

Por otra parte, se hará una mención acerca del análisis y las conclusiones a las que la Sala llegó respecto del cargo relacionado con el desconocimiento de los deberes generales de lealtad, idoneidad y profesionalismo; todo, para establecer si hay o no lugar a la imposición de una sanción.

#### 2.3.1. Aproximación conceptual a la conducta de exceso de mandato

El artículo 1266 del Código de Comercio indica que "el mandatario no podrá exceder los límites de su encargo". Como desarrollo de la mencionada disposición, el artículo 51.8 del Reglamento de AMV indica que "los sujetos de autorregulación tendrán que recibir las órdenes, sus modificaciones o las cancelaciones de órdenes a través de un medio verificable (...) Los sujetos de autorregulación no podrán recibir órdenes, ni modificaciones o cancelaciones de órdenes, sin que quede registro de la misma en un medio verificable".

---

<sup>31</sup> Artículo 74 del Reglamento de AMV – Iniciación de la etapa de decisión: "La etapa de decisión se iniciará a instancias del Presidente de AMV o del Vicepresidente de Cumplimiento y Disciplina o del Gerente de Investigación y Disciplina cuando alguno de ellos presente ante el Secretario del Tribunal Disciplinario el pliego de cargos.

Allegado el pliego de cargos el Secretario del Tribunal podrá designar la Sala de Decisión que conocerá el proceso, según el procedimiento operativo previsto en el reglamento interno del Tribunal.

Parágrafo. - La Sala de Decisión no podrá proferir decisiones sancionatorias en contra de las personas investigadas después de transcurrido más de un (1) año contado a partir del día hábil siguiente a aquel en que se venza el término que tenga el investigado para pronunciarse sobre el pliego de cargos".

Sobre el particular, el Tribunal Disciplinario ha manifestado que los intermediarios del mercado de valores y sus personas naturales vinculadas, deben abstenerse de darle a los recursos de sus clientes un uso caprichoso, que no atienda a su voluntad de inversión<sup>32</sup>, ya que "[u]n proceder diferente conduce al manejo caprichoso de los recursos del público por parte de quienes, como ocurre con la sociedades comisionistas de bolsa y sus funcionarios, tienen la obligación de protegerlos y de conducir, en todo caso, sus negocios en el mejor interés de la integridad del mercado y de las personas que participan en él, en particular de sus clientes."<sup>33</sup>

Bajo esa línea argumentativa, la doctrina del Tribunal señala que "el exceso de mandato se presenta cuando el intermediario de valores, o la persona natural a él vinculada, realiza operaciones sin el conocimiento y consentimiento previo de los clientes para los cuales se realizan dichas operaciones"<sup>34</sup>. Adicionalmente, indica que este tipo de infracciones afecta gravemente la confianza en el mercado público de valores "(...) pues los clientes suponen que el mandato conferido se ejecutará según sus instrucciones y no de manera discrecional por parte del comisionista, o de personas ajenas a la relación"<sup>35</sup>.

Como se observa, los recursos de los clientes bajo responsabilidad del intermediario deben ser utilizados exclusivamente de acuerdo con la voluntad, órdenes y autorizaciones que expresen sus titulares de manera previa. Un actuar diferente por parte de los profesionales del mercado de valores, implicaría, inevitablemente, incurrir en la conducta reprochable y sancionable de exceso de mandato.

Teniendo como base este marco conceptual, se analizará de manera individual la conducta de los investigados, partiendo del correspondiente estudio de las pruebas allegadas al proceso durante la etapa de investigación.

#### 2.3.1.1. Angie Dayán Pinilla Mendoza.

La Sala de Decisión, luego del análisis de los medios verificables y de las pruebas aportadas por el instructor y por el defensor de oficio de la investigada, encontró plenamente demostrado, más allá de toda duda razonable, que fueron ejecutadas 38 operaciones sin orden previa, como se pasa a explicar.

En efecto, al contrastar las grabaciones que constan en los medios verificables con la información reportada en el LEO, la Sala estableció que la investigada excedió el mandato, en dos escenarios diferentes, por un lado, en los casos en los que solicitó ratificación a sus clientes de operaciones que ya habían sido ingresadas, sin orden previa, y por otro, por la ausencia de medios verificables que dieran cuenta de conversaciones precedentes o posteriores con las clientas. Sin embargo, al contrario de lo indicado por el instructor, concluye la Sala que la investigada incurrió en la

---

<sup>32</sup> Sobre el particular, el Tribunal Disciplinario de AMV se ha pronunciado, entre otras, a través de las Resoluciones No. 27 del 27 de diciembre de 2013, 12 del 21 de mayo de 2015 y 12 del 9 de diciembre de 2016.

<sup>33</sup> Tribunal Disciplinario de AMV, Sala de Revisión. Resolución No. 3 del 10 de marzo de 2016

<sup>34</sup> Autorregulador del Mercado De Valores, Tribunal Disciplinario, Sala de Revisión. Resolución No. 1 del 21 de febrero de 2011.

<sup>35</sup> Autorregulador del Mercado de Valores, Tribunal Disciplinario de AMV; Sala de Revisión; Resolución No. 1 del 21 de febrero de 2011.

conducta reprochable no en 83 ocasiones, sino en 38, tal como se observa en el Cuadro No. 3:

**Cuadro No. 3<sup>36</sup>**

CLIENTA	MEDIO VERIFICABLE				LEO			
	Fecha	Hora	Cantidad	Monto	Fecha	Hora	Cantidad	Monto
	-	-	-	-	7/05/2013	14:33:08	-	\$ 84.641.000,00
	-	-	-	-	7/05/2013	14:33:41	-	\$ 70.319.000,00
	21/03/2013	12:35:17	3.745	\$ 97.342.000	21/03/2013	10:07:03	-	\$ 97.432.000,00
	-	-	-	-	13/02/2013	12:29:03	136	\$ 620.840,00
	-	-	-	-	22/02/2013	12:17:40	50.000	\$ 263.000.000,00
	-	-	-	-	12/03/2013	10:24:30	-	-
	-	-	-	-	12/03/2013	10:24:30	50.000	\$ 258.000.000,00
	-	-	-	-	12/03/2013	10:24:30	-	-
	-	-	-	-	12/03/2013	10:25:04	50.000	\$ 259.000.000,00
	-	-	-	-	12/03/2013	10:25:04	-	-
	-	-	-	-	2/04/2013	14:24:52	50.000	\$ 249.500.000,00
	-	-	-	-	2/04/2013	14:25:32	50.000	\$ 249.000.000,00
	-	-	-	-	16/04/2013	10:31:56	1.500	\$ 56.430.000,00
	-	-	-	-	19/04/2013	08:42:40	1.500	\$ 53.430.000,00
	-	-	-	-	28/05/2013	12:38:38	40.000	\$ 168.000.000,00
	-	-	-	-	28/05/2013	12:39:15	40.000	\$ 168.400.000,00
	-	-	-	-	30/05/2013	09:31:20	655	\$ 25.387.800,00
	-	-	-	-	3/04/2013	10:49:13	84.641.000	-
	-	-	-	-	3/04/2013	10:51:54	84.641.000	-
	-	-	-	-	7/05/2013	14:33:41	70.319.000	-
	-	-	-	-	10/05/2013	10:56:34	70.319.000	-
	-	-	-	-	29/05/2013	11:30:25	70.319.000	-
	-	-	-	-	4/06/2013	11:58:22	84.641.000	\$ 83.800.000,00
	-	-	-	-	7/06/2013	10:59:24	70.319.000	-
	-	-	-	-	13/06/2013	10:44:49	70.319.000	\$ 72.451.400,00
	-	-	-	-	21/06/2013	10:04:51	70.319.000	-
	-	-	-	-	2/07/2013	13:13:05	70.319.000	-
	-	-	-	-	2/05/2013	09:18:04	-	60.800.000
	-	-	-	-	3/04/2013	10:44:08	70.319.000	-
	-	-	-	-	3/04/2013	10:48:38	70.319.000	-
	-	-	-	-	7/05/2013	02:33:08	84.641.000	-
	-	-	-	-	27/05/2013	12:15:46	84.641.000	-
	-	-	-	-	30/05/2013	12/29/05	84.641.000	-
	-	-	-	-	4/06/2013	12:04:47	84.641.000	83.800.000
	-	-	-	-	7/06/2013	10:35:02	84.641.000	83.800.000
	-	-	-	-	13/06/2013	10:45:41	84.641.000	-
	18/06/2013	12:17:21	84.641.000	\$ 82.470.805,00	18/06/2013	12:16:50	84.641.000	-
	-	-	-	-	21/06/2013	10:05:38	84.641.000	-

Ahora bien, para la Sala no es de recibo el argumento del defensor de oficio, quien, alegando la ausencia del medio verificable, invoca una duda que debe interpretarse en favor de la investigada<sup>37</sup>. Sobre el particular, el artículo 51.8 del Reglamento de AMV, como ya se comentó, es claro en indicar que los sujetos de autorregulación, para efectos de la correcta recepción, tratamiento y almacenamiento de las órdenes, deben recibirlas, junto con sus modificaciones, a través de un medio verificable. Según esta disposición normativa “se entiende que no existe orden si no fue impartida a través

<sup>36</sup> El Cuadro No. 3 es producto del análisis probatorio que la Sala realizó respecto de los medios verificables (llamadas telefónicas) que obraban como prueba al interior del proceso disciplinario, y el LEO, obrantes a folio 31 de la Carpeta de Pruebas Original. Así, en el cuadro se relacionan las fechas, horas, cantidades y montos que el LEO advirtió sobre las operaciones realizadas, junto con las horas, fechas, cantidades y montos extraídos de los audios de las llamadas telefónicas que la investigada sostuvo con las clientas durante el periodo objeto de investigación. Los espacios en blanco, identificados con un guion (-), hacen referencia a que, sobre operación imputada, no se encontró registro en el LEO, o no se allegó el medio verificable que la sustentara.

A partir de dicho ejercicio valorativo de las pruebas, se logró establecer que las inversiones realizadas por cuenta de las clientas se produjeron, en algunos casos, siguiendo las normas que regulan el mercado de valores, es decir, de manera posterior y con apego a las órdenes emitidas por las titulares de los recursos; y, en otros casos, como sucedió en 38 oportunidades, antes de la emisión de la orden o, incluso, sin que existiera orden alguna.

<sup>37</sup> Vid. supra, pp. 6-7.

de medio verificable", es decir, que no se trata del planteamiento de dudas en relación con los investigados, sino de la acreditación de la existencia de las órdenes, que deben ser obtenidas por los funcionarios y conservadas por la entidad autorregulada.

Al respecto, el artículo primero del mencionado Reglamento define que un medio verificable es un *"mecanismo adoptado institucionalmente que permite el registro confiable del momento y de la información correspondiente a las órdenes recibidas, las negociaciones realizadas en el mercado, o de cualquier otro hecho relevante"*.

Así las cosas, para el caso concreto se pone de manifiesto que, tal como se desprende de las pruebas decretadas, el instructor solicitó<sup>38</sup> a AAAA *"[c]opia del soporte o medio verificable donde consten todas las órdenes de las operaciones realizadas a nombre de las señoras CCCC y BBBB desde el 1º de enero de 2013 a la fecha (10 de septiembre de 2015) (...) En el caso de las órdenes que consten en conversación telefónica, suministrar el log de auditoria de dicha grabación, indicando el funcionario a quien corresponde la extensión"*. Dicha solicitud fue atendida<sup>39</sup> por el representante legal de AAAA, y a ella se adjuntaron los medios verificables solicitados.

Del contenido de las normas arriba señaladas, se desprende que la existencia de orden previa que sustente una operación, se puede verificar revisando los centros físicos y digitales en los que se almacenan los medios verificables, sean las autorizaciones verbales o escritas, en formato físico o digital, ya que son estos los repositorios que sirven de centro de acopio de los registros de las autorizaciones otorgadas por parte de los clientes.

De esta manera, el registro de las operaciones es un requisito de la prueba de éstas, es decir, un requisito *ad-probationem*, por lo que, en caso de no existir dicha prueba, se infiere que la autorización previa no se otorgó por parte de los titulares de los recursos, debiéndose demostrar el error o la falla en el sistema de conservación de los registros.

Partiendo de lo anterior, y para brindar una mayor ilustración acerca de la acreditación del exceso de mandato en que incurrió la investigada, la Sala se permite transcribir algunos apartes de las conversaciones en las que se evidencia que la señora Pinilla Mendoza, con posterioridad a la ejecución de la operación, obtuvo extemporáneamente la correspondiente orden (ratificación) por parte de las clientes.

En primer lugar, se transcribe el contenido del medio verificable de la operación ejecutada el 21 de marzo de 2013 a las 10:07:03. Según el log de la grabación, la conversación se sostuvo a las 12:35:17 del mismo día, con una duración de aproximadamente 3 minutos:

**"Angie Dayán Pinilla Mendoza:** ¿Cómo me le va? ¿Cómo le ha ido?

**BBBB BBBB:** ¿Cómo está? ¿Cómo le ha ido?

**Angie Dayán Pinilla Mendoza:** Bien, sí señora. Y usted, ¿cómo ha estado?

<sup>38</sup> Folios 026 a 028 de la Carpeta de Pruebas Original del proceso disciplinario No. 01-2016-386 adelantado contra Angie Dayán Pinilla Mendoza, que hace parte integral del proceso disciplinario acumulado.

<sup>39</sup> Folios 283 a 288 de la Carpeta de Pruebas Original del proceso disciplinario No. 01-2016-386 adelantado contra Angie Dayán Pinilla Mendoza, que hace parte integral del proceso disciplinario acumulado.

**BBBB BBBB:** Ah, corriendo.

**Angie Dayán Pinilla Mendoza:** Ah, bueno. Es que llamo para tomarle unas ordencitas.

**BBBB BBBB:** A ver, cuénteme.

**Angie Dayán Pinilla Mendoza:** Hoy se nos cumplió el repito pasivo que teníamos de la señora CCCC, por 3.745 acciones de DDDD, y lo renové al 8%, por un valor de giro de 97.342.000, ¿listo?  
(...)"

En otra llamada, sostenida el 28 de febrero de 2013 a las 11:19:43 de la mañana, se dice lo siguiente:

**“BBBB BBBB:** Aló.

**Angie Dayán Pinilla Mendoza:** Señora BBBBcita, ¿cómo le va?

**BBBB BBBB:** ¿Cómo le ha ido?

**Angie Dayán Pinilla Mendoza:** Bien, y usted ¿cómo ha seguido?

**Cliente:** ¿Qué me cuenta?

**Angie Dayán Pinilla Mendoza:** Bien, sí señora. Y usted, ¿qué tal?

**Cliente:** Bien, muchas gracias.

(...)

**Angie Dayán Pinilla Mendoza:** Yo la llamo para contarle dos cosas: lo primero es que le compré a sumercé unas acciones de DDDD, 5.000 acciones a 44.040. Ya las vendimos a 44.140, con una utilidad de \$400.000 para sumercé.

(...)"

Como se observa, la intención de la investigada en las llamadas sostenidas con la señora BBBB, no fue obtener por parte de la clienta una autorización para invertir sus recursos, por el contrario, se limita a informarle tardíamente la renovación de un repo y la compra y venta de unas acciones, una vez ya ejecutadas las operaciones.

Por tanto, para la Sala está plenamente acreditado que la investigada vulneró lo dispuesto en los artículos 1266 del Código de Comercio, y 2.9.6.1.2 y 2.9.6.1.3 del Decreto 2555 de 2010, los últimos dos por conducto del artículo 36.6 del Reglamento de AMV.

#### 2.3.1.2. Milton Andrés Tolosa Jiménez

Del mismo modo, para el caso del señor Tolosa Jiménez, para la Sala está plenamente acreditado que el investigado celebró operaciones sin contar con la orden previa de las clientas o solicitando ratificación, constituyéndose en una vulneración a lo dispuesto en el artículo 1266 del Código de Comercio, y 2.9.6.1.2 y 2.9.6.1.3 del Decreto 2555 de 2010, por conducto del artículo 36.6 del Reglamento de AMV, por las razones que se pasan a explicar.

Para este caso, la Sala replicó el ejercicio que realizó con las operaciones ejecutadas por la señora Pinilla Mendoza, y comparó la información extraída de los medios verificables con los datos consignados en el Libro Electrónico de Órdenes. Como

resultado del análisis, se encontró que el investigado excedió el mandato en 103 ocasiones, tal como se observa en el Cuadro No. 4:

**Cuadro No. 4<sup>40</sup>**

CLIENTA	MEDIO VERIFICABLE				LEO			
	Fecha	Hora	Cantidad	Monto	Fecha	Hora	Cantidad	Monto
	-	-	-	-	4/06/2013	11:58:22	84.641.000	83.800.000
	15/07/2013	13:22:31	84.641.000	82.470.000	15/07/2013	13:14:37	84.641.000	82.300.500
	-	-	-	-	18/07/2013	12:09:36	84.641.000	-
	-	-	-	-	23/07/2013	11:17:49	84.641.000	82.500.000
	-	-	-	-	31/07/2013	12:00:44	84.641.000	-
	2/09/2014	11:27:26			2/09/2014	11:17:18		
	-	-	-	-	5/08/2013	14:33:29	84.641.000	-
	-	-	-	-	3/04/2013	10:43:22	84.641.000	75.902.018
	-	-	-	-	7/05/2013	14:33:41	70.319.000	-
	-	-	-	-	14/08/2013	12:21:50	84.641.000	-
	-	-	-	-	10/05/2013	10:56:34	70.319.000	-
	-	-	-	-	20/08/2013	10:35:58	84.641.000	-
	-	-	-	-	29/05/2013	11:30	70.319.000	-
	-	-	-	-	23/08/2013	14:58:10	84.641.000	76.000.000
	-	-	-	-	7/06/2013	10:59:24	70.319.000	73.000.000
	-	-	-	-	13/06/2013	10:44:49	70.319.000	72.451.400
	-	-	-	-	18/06/2013	12:17:52	70.319.000	72.451.000
	-	-	-	-	21/06/2013	10:04:51	70.319.000	72.552.000
	-	-	-	-	26/06/2013	12:25:41	70.319.000	74.513.000
	15/07/2013	13:22:31	70.319.000	74.540.120	15/07/2013	13:16:10	70.319.000	74.240.000
	-	-	-	-	18/07/2013	12:10:41	70.319.000	-
	-	-	-	-	23/07/2013	11:18:46	70.319.000	-
	-	-	-	-	31/07/2013	09:57:59	70.319.000	74.950.000
	-	-	-	-	5/08/2013	14:34:24	70.319.000	75.200.000
	-	-	-	-	14/08/2013	12:23:16	70.319.000	-
	-	-	-	-	20/08/2013	10:36:46	70.319.000	75.500.000
	-	-	-	-	23/08/2013	14:58:54	70.319.000	75.550.000
	-	-	-	-	28/08/2013	10:35:15	70.319.000	79.500.000
	-	-	-	-	10/09/2013	13:23:13	70.319.000	79.500.000
	-	-	-	-	23/09/2013	13:50:27	70.319.000	75.600.000
	-	-	-	-	26/09/2013	12:18:38	70.319.000	75.600.000
	-	-	-	-	6/11/2013	09:21:13	84.641.000	-
	-	-	-	-	9/10/2013	11:52:03	70.319.000	73.000.000
	-	-	-	-	18/10/2013	10:59:57	70.319.000	72.000.000
	15/11/2013	10:27:16	84.641.000	76.000.000	15/11/2013	09:40:55	84.641.000	-
	-	-	-	-	23/10/2013	12:09:11	70.319.000	72.000.000
	-	-	-	-	20/11/2013	10:42:56	84.641.000	76.000.000
	-	-	-	-	31/10/2013	10:25:23	70.319.000	-
	-	-	-	-	6/11/2013	11:14:29	70.319.000	-

CLIENTA	MEDIO VERIFICABLE				LEO			
	Fecha	Hora	Cantidad	Monto	Fecha	Hora	Cantidad	Monto

<sup>40</sup> El Cuadro No. 4 es producto del análisis probatorio que la Sala realizó respecto de los medios verificables (llamadas telefónicas) que obraban como prueba al interior del proceso disciplinario, y el LEO, obrantes a folio 31 de la Carpeta de Pruebas Original. Así, en el cuadro se relacionan las fechas, horas, cantidades y montos que el LEO advirtió sobre las operaciones realizadas, junto con las horas, fechas, cantidades y montos extraídos de los audios de las llamadas telefónicas que la investigada sostuvo con las clientas durante el periodo objeto de investigación. Los espacios en blanco, identificados con un guion (-), hacen referencia a que, sobre operación imputada, no se encontró registro en el LEO, o no se localizó el medio verificable que la sustentara.

A partir de dicho ejercicio valorativo de las pruebas, se logró establecer que las inversiones realizadas por cuenta de las clientas, lo fueron, en algunos casos, siguiendo las normas que regulan el mercado de valores, es decir, de manera posterior y con apego a las órdenes emitidas por las titulares de los recursos; y, en otros casos, como sucedió en 103 oportunidades, antes de la emisión de la orden o, incluso, sin que existiera orden alguna.

-	-	-	-	28/11/2013	10:20:51	84.641.000	76.000.000
-	-	-	-	20/11/2013	10:43:37	70.319.000	72.500.000
-	-	-	-	3/12/2013	07:42:30	84.641.000	76.000.000
-	-	-	-	28/11/2013	10:21:35	70.319.000	72.500.000
-	-	-	-	6/12/2013	08:19:53	84.641.000	76.000.000
-	-	-	-	3/12/2013	07:43:14	70.319.000	72.500.000
-	-	-	-	16/12/2013	1049:49:00	84.641.000	76.000.000
-	-	-	-	6/12/2013	08:20:35	70.319.000	72.500.000
-	-	-	-	16/12/2013	10:50:33	70.319.000	72.500.000
-	-	-	-	16/01/2014	08:37:16	70.319.000	70.000.000
21/01/2014	11:21:55	70.319.000	70.000.000	21/01/2014	10:31:46	70.319.000	70.000.000
-	-	-	-	24/01/2014	11:23:41	70.319.000	70.000.000
-	-	-	-	3/02/2014	09:51:27		
-	-	-	-	16/01/2014	08:37:36	84.641.000	76.500.000
-	-	-	-	6/02/2014	11:22:28		
21/01/2014	11:21:55	84.641.000	76.500.000	21/01/2014	10:31:10	84.641.000	76.500.000
-	-	-	-	24/02/2014	10:19:17		
-	-	-	-	24/01/2014	11:23:01	84.641.000	76.500.000
-	-	-	-	7/03/2014	08:55:46		
-	-	-	-	2/04/2014	10:05:40		
-	-	-	-	25/04/2014	10:22:50		
-	-	-	-	30/04/2014	09:27:51		
-	-	-	-	6/05/2014	12:44:57		
-	-	-	-	24/06/2014	09:46:54		
-	-	-	-	3/07/2014	10:36:24		
-	-	-	-	8/07/2014	12:06:21		
-	-	-	-	11/07/2014	08:43:55		
-	-	-	-	16/07/2014	12:01:58		
-	-	-	-	21/07/2014	09:11:24		
-	-	-	-	24/07/2014	10:05:09		
-	-	-	-	29/07/2014	10:20:33		
-	-	-	-	1/08/2014	12:00:13		
-	-	-	-	6/08/2014	10:33:47		
-	-	-	-	12/08/2014	12:08:23		
-	-	-	-	15/08/2014	11:27:50		
-	-	-	-	25/08/2014	11:34:54		
-	-	-	-	28/08/2014	08:20:35		
-	-	-	-	5/09/2014	08:16:16		
-	-	-	-	10/09/2014	10:55:03		
-	-	-	-	3/02/2014	09:50:45		
-	-	-	-	6/02/2014	11:18:07		
19/02/2014	15:09:45			19/02/2014	01:11:13		
-	-	-	-	24/02/2014	10:18:11		
-	-	-	-	7/03/2014	08:54:41		
-	-	-	-	2/04/2014	10:05:03		
-	-	-	-	25/04/2014	10:21:16		
-	-	-	-	30/04/2014	09:27:16		
-	-	-	-	6/05/2014	12:44:21		
-	-	-	-	24/06/2014	09:46:19		
-	-	-	-	3/07/2014	10:35:52		
-	-	-	-	8/07/2014	12:05:42		
-	-	-	-	11/07/2014	08:43:24		
-	-	-	-	16/07/2014	12:01:24		
-	-	-	-	21/07/2014	09:10:50		
-	-	-	-	24/07/2014	10:02:29		
-	-	-	-	29/07/2014	10:20:00		
-	-	-	-	1/08/2014	11:59:37		
-	-	-	-	6/08/2014	10:33:10		
-	-	-	-	12/08/2014	12:07:50		
-	-	-	-	15/08/2014	11:27:11		
-	-	-	-	25/08/2014	11:34:15		
-	-	-	-	28/08/2014	08:19:49		
2/09/2014	11:27:26			2/09/2014	11:16:10		
-	-	-	-	5/09/2014	08:15:27		

Sobre el análisis probatorio adelantado, la Sala debe resaltar que las operaciones a las que hace referencia el Cuadro No. 4, son simultáneas, sobre bonos pensionales.

Ahora bien, sobre el cargo imputado, el apoderado del investigado indicó que el señor Tolosa Jiménez *"jamás fue quien ejecutó las operaciones de las señoras CCCC y BBBB que generaron las pérdidas de su portafolio"*. Al respecto, la Sala debe recordar que para que la conducta de exceso de mandato se configure, no es necesario que las operaciones adelantadas generen un resultado económico favorable o desfavorable para el titular de los recursos. Como ya se indicó<sup>41</sup>, basta con que el profesional del mercado de valores ejecute las operaciones sin que medie orden o autorización previa por parte de los clientes.

Por otra parte, no es cierto, como lo afirma el apoderado, que el investigado no ejecutó nuevas operaciones por cuenta de las clientas, o que su actividad se limitó a mantener las operaciones o a *"renovar los repos"*. Como ya se mencionó, las operaciones objeto de investigación y que se reprochan al señor Tolosa Jiménez no son repos, sino simultáneas sobre bonos pensionales, lo que genera, como se observará en el análisis que realizó la Sala, consecuencias operativas relevantes para el caso que se estudia.

El artículo 2.36.3.1.2 del Decreto 2555 de 2010 define las operaciones simultáneas como *"aquellas en las que una parte (el "Enajenante"), transfiere la propiedad a la otra (el "Adquirente") sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el "Monto Inicial") y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero ("Monto Final") en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada"*.

Como se observa, una operación simultánea está constituida, a su vez, por dos operaciones: i) una inicial, que consiste en la transferencia de valores que una parte enajenante hace en beneficio de una parte adquirente, por una contraprestación monetaria (monto inicial); y ii) una de regreso o de recompra, que se concreta cuando la parte adquirente, transfiere valores de la misma especie y características a la parte enajenante, a cambio del pago de una suma de dinero (monto final)

Ahora bien, el artículo 4.4.2.3.4<sup>42</sup> de la Circular Única del Sistema Centralizado de Operaciones de Negociación y Registro -MEC- Mercado Electrónico Colombiano de la Bolsa de Valores de Colombia, al referirse a las operaciones simultáneas no intradía, como las ejecutadas por el investigado, indica que éstas no podrán ser objeto de

---

<sup>41</sup> Vid. supra, pp. 10-11.

<sup>42</sup> Artículo 4.4.2.3.4 de la Circular única MEC de la BVC – Anticipo y aplazamiento de la operación de regreso: *"De conformidad con el párrafo tercero del artículo 2.4.4.1. del Reglamento del MEC la fecha de cumplimiento de la operación de regreso será susceptible de anticipos y de aplazamiento, por mutuo acuerdo entre las partes, de conformidad con las siguientes reglas:*

*1. En la operación de regreso de una operación simultánea intradía:*

*a) Cuando la operación de regreso de una operación simultánea intradía no haya tenido cumplimiento al cierre del día, previo acuerdo entre las partes, se aplazará por un (1) día hábil (...)*

*(...)*

*c) La operación de regreso no podrá ser objeto de un aplazamiento distinto al indicado en el literal a) anterior.*

*2. La operación de regreso de una operación simultánea no intradía:*

*a) Únicamente podrá ser objeto de anticipos, sin que pueda convertirse en una operación simultánea intradía.*

*b) No podrá ser objeto de aplazamiento la fecha inicialmente pactada para su cumplimiento (...)"*



aplazamiento. Por lo tanto, la operación inicial y de regreso deberán cumplirse y ejecutarse en las fechas acordadas inicialmente entre las partes.

Así las cosas, no es correcto hablar de "renovar" o "mantener" este tipo de operaciones. Por el contrario, es claro que cada operación simultánea no intradía ejecutada por los profesionales del mercado de valores, son operaciones independientes, así éstas se realicen sobre los mismos valores y por los mismos montos.

Teniendo en cuenta lo anterior, y partiendo de los datos consignados en el LEO, es claro que el señor Tolosa Jiménez ejecutó durante el periodo objeto de investigación, un número plural de operaciones por cuenta de las clientas, y 103 de estas no contaron con orden previa emitida por ellas.

Así las cosas, se reitera, para la Sala está plenamente acreditado que el investigado incumplió su deber de abstenerse de realizar operaciones por cuenta de sus clientes sin contar con la autorización previa y expresa correspondiente, configurándose así, la conducta de exceso de mandato.

### 2.3.2. Aproximación conceptual al deber de asesoría

De conformidad con lo establecido por el artículo 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, *"los intermediarios de valores en desarrollo de las actividades de intermediación previstas en los numerales 1º y 2º del artículo 7.1.1.1.2 del presente decreto, tendrán que cumplir con el deber de asesoría profesional para con sus clientes inversionistas"* (subraya fuera de texto). En relación con el contenido y alcance de este deber de conducta la misma norma preceptúa lo siguiente:

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

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

*El deber de asesoría a que se refiere este artículo tendrá que ser cumplido por conducto de un profesional debidamente certificado para este fin, quien deberá estar vinculado laboralmente al intermediario de valores"<sup>43</sup>.*

Por su parte, la Sala de Casación Civil de la Corte Suprema de Justicia se ha pronunciado sobre el alcance del deber de asesoría en materia de intermediación de valores, al decir que *"a las sociedades comisionistas les corresponde proveer a sus clientes la información necesaria, en orden a que, a través de elementos de juicio*

---

<sup>43</sup> Por su parte, el artículo 1º del Reglamento de AMV concibe este deber como *"la formulación de recomendaciones o el suministro de explicaciones sobre las ventajas o desventajas de una o varias alternativas de inversión relacionadas con valores, derivados financieros o vehículos de administración de recursos de terceros teniendo en cuenta el perfil de riesgo de una Persona"*. A su turno, el artículo 44.1 del Reglamento de AMV también establece que *"los sujetos de autorregulación en desarrollo de las actividades de intermediación previstas en los numerales 1º y 2º del artículo 1.5.1.2 de la Resolución 400 de 1995, tendrán que cumplir con el deber de asesoría profesional para con sus "clientes inversionistas", de que trata el artículo 1.5.3.3. de la Resolución 400 de 1995."*

claros y objetivos, puedan escoger las mejores opciones del mercado y tomar decisiones informadas"<sup>44</sup>

A su vez, el Tribunal Disciplinario de AMV ha manifestado que "el deber de asesoría es una obligación de carácter particular y concreto, cuyo alcance depende del perfil del cliente, su conocimiento y experiencia en el mercado de valores. En ese sentido, aunque los inversionistas frente a los cuales el intermediario debe garantizar la debida asesoría son todos aquellos catalogados como 'clientes inversionistas', no hay duda de que las recomendaciones, opiniones o consejos que se emitan en virtud del citado deber, se deben suministrar en atención al perfil individual de cada cliente, así como en función de sus características, necesidades e intereses de inversión"<sup>45</sup>

Como se observa, el deber de asesoría se concreta en la actividad de presentarle a los clientes inversionistas consejos, avisos, exhortos o recomendaciones, atendiendo a su perfil de riesgo, encaminados a brindarles la perspectiva conceptual, económica y técnica acerca de la operación que se pretende ejecutar. Por lo tanto, la vulneración al mencionado deber se concreta cuando el profesional del mercado de valores transmite a sus clientes recomendaciones incompletas, parciales, fragmentadas o insuficientes, de acuerdo con las condiciones de experiencia y de entendimiento del mercado del destinatario.

Bajo estos parámetros, se entiende que, en el presente caso, en el cual, según el Instructor "la ejecución de operaciones sin autorización, por sí misma podría poner de presente la omisión de suministrar a sus clientes la explicación previa sobre los elementos esenciales de la operación que es requerida por la norma" no implica, estricto sensu el desconocimiento del deber de asesoría, por la forma en que se realizaron las operaciones inconsultas, lo que no obsta para que en otros casos pueda configurarse tal desconocimiento, como sucedería, por ejemplo, cuando no se le informa a un cliente que las acciones en las que realizó su inversión están perdiendo valor, haciéndose aconsejable liquidar dicha inversión.

Así las cosas, para analizar el deber de asesoría le corresponde a esta Sala examinar la categorización y el perfil del riesgo que AAAA asignó a las clientas, con el objetivo de determinar si, para el caso concreto, eran sujetos pasivos de dicho deber. Posteriormente, se revisarán las pruebas recabadas en el expediente, para determinar si los investigados brindaron recomendaciones individualizadas con anterioridad a ejecutar las operaciones por cuenta de las clientas, y verificar si dichas operaciones atendían su perfil de riesgo.

#### 2.3.2.1. Análisis del cargo

En primer lugar, según consta en los formatos de apertura<sup>46</sup> a través de los cuales las clientas se vincularon a AAAA, la firma comisionista clasificó a las señoras BBBB y CCCC como clientes inversionistas. Paralelamente, en la encuesta de perfil de riesgo del inversionista<sup>47</sup>, la clienta BBBB manifestó que el objetivo de sus inversiones era el ahorro,

---

<sup>44</sup> Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia del 30 de septiembre de 2012. M.P. Jaime Alberto Arrubla Paucar.

<sup>45</sup> Tribunal Disciplinario de AMV, Sala de Revisión. Resolución No. 13 del 13 de julio de 2015

<sup>46</sup> Folio 31 de la carpeta de pruebas original del proceso acumulado

<sup>47</sup> *Ibídem*.

que deseaba realizar sus inversiones en acciones, y que su capacidad de pérdida probable de capital era del 2%. Adicionalmente, indicó que no conocía las operaciones de apalancamiento y cubrimiento financiero, y se clasificó en un perfil conservador, en el sentido de obtener una menor rentabilidad a cambio de minimizar el riesgo de sus inversiones.

Así las cosas, teniendo en cuenta la información entregada a la firma comisionista y a la categorización que les asignó AAAA, para la Sala es evidente que a los profesionales del mercado de valores que estaban a cargo del portafolio de las clientas, les era exigible el deber de asesoría.

Ahora bien, revisados los medios verificables, para la Sala es claro que tanto Angie Dayan Pinilla como Milton Andrés Tolosa no brindaron recomendaciones individualizadas en las que explicaran los elementos relevantes de cada operación ejecutada por cuenta de las clientas.

Prueba de ello se encuentra en la llamada telefónica que ambos sostuvieron con la señora BBBB el 28 de febrero de 2013, en la cual se escucha lo siguiente:

**“Angie Dayán Pinilla Mendoza:** (...) Yo la llamo para contarle dos cosas. La primera, que le compré a sumercé unas acciones de DDDD. 5.000 acciones a 44.040; ya las vendimos a 44.140, con una utilidad de 400.000 pesitos para sumercé (...) y para la señora Maria Sened vamos a tomar unos bonos pensionales en fondeo a una tasa de 7%.

**BBBB BBBB:** Sí, señora.

**Angie Dayán Pinilla Mendoza:** Y ya le voy a pasar a mi compañero para tomar la orden porque él es el que me los está vendiendo con la tasa y todo. No me cuelgue.

**BBBB BBBB:** Bueno.

**Milton Andrés Tolosa Jiménez:** Buen día señora BBBB Rosa.

**BBBB BBBB:** ¿Cómo está? ¿Cómo le ha ido?

**Milton Andrés Tolosa Jiménez:** ¿Cómo está? Con Andrés Tolosa. Quería entonces tomarles las órdenes de una compra de unos bonos pensionales para la cuenta de la señora CCCC Sarazo. Son 2 bonos pensionales: el primero es un BPIA3, fecha de expedición el 19/07/2012, vencimiento 6/8/2017, valor nominal 70.319.000, con un valor de giro de 67.037.446 y el siguiente bono pensional BPIA3 fecha de expedición 19/07/2012, vencimiento 05/08/2021, valor nominal 84.641.000, valor de giro 74.426.102 con una tasa del 7%.

(...)

**Milton Andrés Tolosa Jiménez:** Ya le comunico a Angie para que le dé todos los detalles de la compra.

**BBBB BBBB:** Bueno

**Angie Dayán Pinilla Mendoza:** Aló. Es que eso es lo que vamos a poner del chequecito aquel. Los vamos a poner en bonitos pensionales porque también nos da una buena tasa que es el 7%, mantener esos bonitos por estos días. Yo creo que más o menos en 2 meses podríamos salir de ellos.  
(...)”

Para la Sala es evidente que la señora Pinilla Mendoza no explicó con claridad la operación que se iba a ejecutar, ya que primero indicó que se trataba de un fondeo, es decir, una operación con endeudamiento, y, posteriormente, dijo que era una compra que se iba a realizar con dinero de las clientas. Por otra parte, a pesar de que el señor Tolosa Jiménez informó acerca de los elementos esenciales de la operación que se iba a ejecutar, nunca se preocupó por verificar si el perfil de riesgo y la categorización de las clientas correspondía con este tipo de operaciones y tampoco le brindó a la señora BBBB, en su calidad de ordenante de CCCC, cuál era el propósito de la inversión, ni cuáles eran los riesgos que se asumirían con ella. Tampoco explicó que se trataba de un endeudamiento, ni aclaró de dónde saldrían los recursos para la adquisición de los bonos pensionales.

Dicha conclusión se refuerza con la conversación sostenida el primero de octubre de 2013, entre el señor Tolosa Jiménez con la señora BBBB, en la que se dice lo siguiente:

**BBBB BBBB:** Cuénteme, ¿cómo van esas acciones?

**Milton Andrés Tolosa Jiménez:** Pues bien, doña BBBB.

(...)

**BBBB BBBB:** Mire, señor Tolosa. Yo espero que cuando estas acciones tasan así sea un poquitico, a ver si fuera posible y vendemos. O ¿usted qué aconseja?

**Milton Andrés Tolosa Jiménez:** El portafolio que usted tenía no es adecuado para su perfil de inversión, o sea, no es el tema de cómo debían haber sido sus inversiones. Pero bueno, ese es otro tema, eso ya pasó. Ya no se puede hacer. La idea es tratar de recuperar y mirar si buscamos otro tipo de inversión, pero la idea es ir disminuyendo esa pérdida que habría si se liquidara en estos momentos.

**BBBB BBBB:** Pero, ¿todavía estoy en pérdidas?

**Milton Andrés Tolosa Jiménez:** Con las acciones sí, doña BBBB.

(...)

**BBBB BBBB:** Yo necesito recuperar (...) estoy muy preocupada y angustiada.

**Milton Andrés Tolosa Jiménez:** Por otro lado, doña BBBB, los bonos (...) Compraron un título sin tener la plata y pidieron plata prestada para eso. Entonces, se vienen pagando unos intereses. El título venía generando una pérdida (...) ahorita podrían salir en cero, y se quita eso de estar cada tres días haciendo una operación.

**BBBB BBBB:** Y ¿en qué va a invertir ese dinero?

**Milton Andrés Tolosa Jiménez:** No, porque eso no era dinero, doña BBBB.

**BBBB BBBB:** Y, entonces, ¿qué era?

**Milton Andrés Tolosa Jiménez:** Por eso le explico, doña BBBB. Usted pide un bono pensional que vale 80.000.000, y con ese mismo título pide la plata prestada para comprarlo, para pagarlo. O sea, era como un apalancamiento. O sea, yo quiero comprar ese título, pero no tengo la plata, lo compro y después lo presto para que me den la plata y le pago al que se lo compré (...) doña BBBB siempre pagaba intereses por eso. Todos los tres días.

**BBBB BBBB:** O sea que ese título, decía que un título, pero no era mío, no era mi plata.

**Milton Andrés Tolosa:** Era de doña BBBB, pero estaba financiado con plata que le prestaban a doña BBBB.

**BBBB BBBB:** ¿Y yo qué ganaba con eso?

**Milton Andrés Tolosa:** Esperar a que el título subiera, pero el título se bajó y ahí estaba perdiendo. Ya en este momento se podría sacar en ceros esos dos títulos.

**BBBB BBBB:** Y ese dinero, ¿para dónde va?

**Milton Andrés Tolosa:** Le paga al que le estaba prestando la plata a doña BBBB. O sea, como que se borra esa operación y ya solo doña BBBB quedaría con el tema de las acciones de DDDD.

**BBBB BBBB:** ¿O sea que esa plata no se podía contar para mí?

**Milton Andrés Tolosa:** No porque doña BBBB para ese título no puso plata, sino que se pedía prestado al mercado, se financiaba con el mercado.

**BBBB BBBB:** Vea, yo no sabía eso, que eso lo podían hacer. Porque imagínese entonces cualquier persona puede ir y... yo no sé. Yo no puedo entender cómo una persona pueda tener un título sin dinero.

**Milton Andrés Tolosa:** Eso se llama un apalancamiento. Entonces, yo compré el título y lo doy en garantía para que me presten una plata y con eso lo voy manteniendo. Pago un interés porque me prestaron la plata para mantener la inversión. El supuesto de esa inversión es que a futuro el título va a valer mucho más de lo que yo compré, entonces, al final, cuando el título ha valido mucho más, pues lo vendo, pago lo que me prestaron y me queda a mí un diferencial que sería mi utilidad (...)

**BBBB BBBB:** Pero, ¿esta niña por qué iba a sacar prestado eso? Eso no se hace. Yo no tengo ningún afán de sacar esos títulos, y sobre todo cuando no va a haber ganancia.

(...)

Vea, lo que no es entender uno las cosas. Eso está mal. Eso está muy mal.

(...)"

De la conversación transcrita se hace evidente que, al momento de ejecutar las operaciones sobre los bonos pensionales, el señor Tolosa Jiménez, quien fue el operador encargado de la adquisición fondeada de los bonos, no explicó a sus clientas la manera en que estaba estructurada la operación. Así, no les manifestó, con el objetivo de obtener su autorización, que los bonos se iban a adquirir a través de un apalancamiento. Adicionalmente, se insiste, se planteó una operación de compra y venta, cuando, en realidad y según se extrae del BDU<sup>48</sup> de la Bolsa de Valores de Colombia, lo que en realidad se ejecutó fue una operación simultánea, es decir, que se adquirían los títulos, pero con la obligación de realizar la operación contraria en lapso de tiempo determinado.

Adicionalmente, para la Sala la celebración de operaciones simultáneas sobre bonos pensionales, cuya rentabilidad depende de la inflación, no se ajustaba al perfil de riesgo de las investigadas, dado que el esquema de operaciones implementado por los operadores conllevaban implícitamente un nivel alto de volatilidad y conocimiento especializado del mercado de valores, específicamente de la negociación de instrumentos de renta fija, que evidentemente las clientes no tenían, como se advierte del perfilamiento inicial y las conversaciones aquí transcritas.

Teniendo en cuenta lo anterior, no le asiste razón al defensor de oficio de la señora Pinilla Mendoza, quien afirmó que las clientas tenían pleno conocimiento del estado de su portafolio, y sabían de las pérdidas en las que estaban incurriendo. A su parecer,

---

<sup>48</sup> *Ibídem.*

este conocimiento da cuenta de que la investigada brindó información continua a las clientas. Como ya se ha explicado en detalle, el deber de asesoría se desconoce cuando el profesional del mercado de valores ejecuta operaciones sin haber brindado las recomendaciones previas y necesarias para que el cliente tenga pleno conocimiento del tipo de inversión y de los riesgos en los que está incurriendo, y pueda tomar una decisión informada. Por tanto, en nada influye el conocimiento que tengan los clientes respecto a su portafolio, de manera posterior a la celebración de las operaciones, para entender incumplido el deber de asesoría profesional.

Por otro lado, y en relación con el señor Tolosa Jiménez, resultaba inocua la explicación que dio a la cliente Ramírez Sarazo respecto a la forma en que se fundó la adquisición de los bonos pensionales, pasados cerca de ocho meses al momento en que se ejecutó la operación. Para esta época, ya se había consolidado el desconocimiento del deber de asesoría, pues las operaciones se habían realizado en un momento en que las clientes no contaban con la información necesaria para tomar una decisión sólida y consciente. Es decir, no es posible subsanar el incumplimiento al deber de asesoría profesional en un momento posterior a la realización de las operaciones, pues como lo establece la norma, la obligación debe cumplirse previo a la celebración de las operaciones, pues, la finalidad de este deber es la protección de clientes inversionistas, quienes por sus características particulares, en principio, no conocen a profundidad todas las variables que intervienen en la celebración de operaciones en el mercado de valores, máxime cuando se ha hecho un perfilamiento de éstos y afirman desconocer cierto tipo de operaciones, como sucedió en el caso concreto, respecto a aquellas denominadas como de apalancamiento.

Sobre este particular, adquiere mayor relevancia un pronunciamiento de la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia), en la Resolución No. 212 de 2005, en la que se indicó que el deber de asesoría *"está dirigido a proteger los derechos patrimoniales de los inversionistas, habida cuenta que éstos acuden a profesionales expertos conocedores no solo del ordenamiento jurídico, sino de todos los aspectos económicos que comporta la realización de una inversión, de modo que los comisionistas deben poner a disposición de sus clientes toda la información que éstos requieran para adoptar razonablemente sus decisiones de negociar títulos y valores."*

Finalmente, no es de recibo la defensa cíclica, evasiva, de mutua recriminación y de desplazamiento de la culpa establecida por ambos investigados, según la cual, Angie Dayán Pinilla pretende librarse de la responsabilidad por el deber de asesoría invocando que quien registró las operaciones fue Milton Andrés Tolosa, y éste, a su turno, se defendió señalando que se trataba de clientas de la otra investigada, pues se trata, en este caso, de una responsabilidad que se hizo exigible de los dos investigados. Angie Dayán Pinilla tuvo siempre el deber de explicarle a sus clientas qué tipo de inversiones estaban realizando, junto con el detalle de los riesgos que ellas implicaban. Y Milton Andrés Tolosa, por su parte, como funcionario encargado de registrar las primeras operaciones y en su calidad de encargado de las clientas, después, debió darles asesoría suficiente y completa que le permitiera a las clientas inversionistas tomar decisiones informadas sobre sus productos.

En conclusión, los argumentos esbozados por las defensas de los investigados no están llamados a prosperar, por lo que se declarará responsables a los dos investigados por el desconocimiento del deber de asesoría, por las razones aquí expuestas.

### 2.3.3. Inexistencia de desconocimiento de los deberes generales de lealtad, idoneidad y profesionalismo.

Dado que a partir de la valoración conjunta de las pruebas que realizó la Sala, se concluye que los investigados incurrieron en las conductas de exceso de mandato y desconocimiento del deber de asesoría, por cuanto está probado que se ejecutaron operaciones por cuenta de las clientas sin que mediara orden previa, y toda vez que las inversiones no guardaban relación con el perfil de riesgo de las clientas y que no se les brindaron recomendaciones individualizadas que tuvieran en cuenta el perfil de riesgo de las clientas, la Sala encuentra que no hay elementos de hecho adicionales en el pliego de cargos de los cuales se requiera especial pronunciamiento.

Así las cosas, teniendo en cuenta que el instructor soportó el cargo de desconocimiento de los deberes generales de lealtad, idoneidad y profesionalismo en situaciones de hecho que sirvieron también de sustento a los demás cargos imputados, no encuentra la Sala que haya lugar a declarar de manera independiente la vulneración a los deberes generales exigibles a los operadores del mercado de valores.

Sobre el particular, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV se ha pronunciado en el siguiente sentido:

*"La Sala de Revisión estima importante aclarar que no está estableciendo una veda a la posibilidad de que el instructor disciplinario formule un pliego de cargos por la desatención a los deberes generales de comportamiento profesional. Por el contrario, comparte la tesis de la primera instancia de acuerdo con la cual en el mercado de valores no solo pueden verse trasgredidas reglas del derecho positivo, sino que también es factible la infracción a los principios (deberes) que a ellas subyacen.*

*"Sin embargo, el Instructor debe extremar los cuidados para evitar que los reproches derivados del incumplimiento de esos deberes se sirvan y se expliquen en los mismos hechos, conceptos de violación, soportes probatorios, e intereses jurídicos tutelados que sirven de fundamento a otros posibles cargos de contenido y alcance especial, pues, si ocurre, se vuelve inviable predicar su naturaleza autónoma, como ocurrió en el caso en examen. Siempre será posible que un mismo comportamiento impacte más de un tipo disciplinario; pero, so pena de incursionar en el non bis in ídem, no resultan de recibo esas intersecciones tan estrechas (indisolubles) entre cargos que se dice son formulados de manera independiente, aunque en el fondo no pasan de ser más que derivaciones de unos (los generales) respecto de los otros (los especiales)"<sup>49</sup>.*

En el caso concreto, el instructor sustentó la eventual desatención al deber de lealtad, en el hecho de que los investigados *"actuaba[n] en forma no autorizada y sin brindarles [a las clientas] la información que ellas necesitaban para que adoptaran decisiones adecuadas de inversión"*<sup>50</sup>. Adicionalmente, sostuvo que desconocieron los deberes de idoneidad y profesionalismo en la medida en que no cumplieron con la normatividad *"relacionada con la recepción y procesamiento de órdenes de los clientes y el deber de asesoría exigible para los agentes"*<sup>51</sup>

<sup>49</sup> Tribunal Disciplinario de AMV, Sala de Revisión. Resolución No. 5 del 31 de mayo de 2016.

<sup>50</sup> Folio 062 del cuaderno de Actuaciones Finales acumuladas, páginas 67 y 68 del pliego de cargos.

<sup>51</sup> *Ibíd.*

Estos reproches, a su vez, fueron los que sustentaron los demás cargos, tal como se ha indicado en la presente Resolución, y según se evidencia en el siguiente análisis:

El primer cargo que se imputó se sustentó, precisamente, en la ejecución de operaciones por cuenta de las clientas sin que mediara orden previa emitida por éstas, es decir, en la inversión no autorizada de los recursos de las señoras BBBB y CCCC. Como prueba de dicha imputación, AMV analizó los medios verificables entregados por AAAA, y concluyó que las operaciones, o se soportaban con ratificaciones emitidas con posterioridad a su ejecución, o se ejecutaron sin que la señora Pinilla Mendoza o el señor Tolosa Jiménez recibieran ningún tipo de orden, anterior o posterior. Así, es evidente la interdependencia entre la motivación de este cargo y la que configura la supuesta falta a los deberes generales de lealtad, idoneidad y profesionalismo.

El segundo cargo, por su parte, se cimienta en el incumplimiento de los investigados de su deber de hacer, consistente en brindar recomendaciones individualizadas a sus clientas, teniendo en cuenta su perfil de riesgo. Como se observa, los argumentos utilizados para fundar este cargo, se replican al momento de sustentar el desconocimiento de los deberes generales.

Es evidente, entonces, que la imputación por el supuesto desconocimiento de los deberes exigibles a los profesionales del mercado de valores no tuvo sus propios fundamentos, ya que, se insiste, se replicaron argumentos utilizados al momento de fundar los cargos de exceso de mandato y de incumplimiento al deber de asesoría.

En consecuencia, como se advirtió, no habrá sanción derivada de la inobservancia a los deberes generales que les corresponden a los sujetos autorregulados o a las personas naturales vinculadas a ellos.

Pese a la forma en que se construyeron los cargos relacionados con las faltas a los deberes generales, que impiden la imposición de sanciones por los mismos hechos ya estudiados, echa de menos la Sala una labor más exigente por parte del Instructor, no solo en relación con las actividades de los investigados que a continuación se describen, sino también frente a la actitud posiblemente pasiva que mantuvo la sociedad comisionista.

En efecto, tal como se observó en la comunicación del 28 de febrero de 2013, la investigada Angie Dayán Pinilla desatendió el perfil asignado a sus clientas, y por intermedio de Milton Andrés Tolosa, como funcionario certificado, ofreció unos productos de mayor riesgo a los que correspondían a aquellas. Con esa conducta, además de incurrir en las mencionadas conductas de falta al deber de asesoría, los investigados pudieron haber incurrido en otra serie de conductas que, pese a no ser incluidas en los cargos, no deben ser prohijadas por el mercado ni por las sociedades autorreguladas, toda vez que se rompe la confianza que los clientes depositan en ellas.

Al margen del conocimiento que en este caso particular hubiese tenido la sociedad comisionista, en relación con la conducta de sus funcionarios, interesa a la Sala hacer un llamado al Mercado, para que se disponga de suficientes controles para evitar ese



tipo de comportamientos, o asignar con claridad las responsabilidades que correspondan a los funcionarios que incurran en ellos.

#### 2.3.4. Dosificación de la sanción

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".*

Con fundamento en estos principios, éste órgano deberá imponer la sanción de forma razonable y proporcionada, evitando la arbitrariedad. Por tal razón, los elementos determinadores de la sanción deberán ser la gravedad de la conducta, la concurrencia de elementos agravantes o atenuantes, y la afectación que hayan sufrido los clientes o el mercado en general.

Para este propósito, debe tenerse en cuenta, se itera, que las conductas en las que incurrieron los investigados erosionan, de manera flagrante y sustancial, la confianza que el público y los inversionistas tienen en el mercado de valores, pues éstos esperan que los agentes del mercado utilicen sus recursos única y exclusivamente en el modo en que ellos definan, de acuerdo con el análisis de inversión que realicen con posterioridad a las recomendaciones que reciban de parte de los profesionales de la intermediación en valores. Por este motivo, las conductas investigadas afectaron sensiblemente al mercado y, como se observará, a las clientas. Por estos motivos, para efectos de la dosificación de la sanción, la Sala considerará las conductas como graves.

Por otra parte, se tendrá en cuenta que la Guía para la Graduación de Sanciones de AMV establece unos criterios de agravación y de atenuación de aplicación general, y otros de aplicación particular para cada conducta.

##### 2.3.4.1. Angie Dayán Pinilla Mendoza

###### 2.3.4.1.1. Criterios de agravación.

En primer lugar, encuentra la Sala que contra la investigada se había impuesto una sanción de suspensión por un año, el 19 de agosto de 2015, a través de la suscripción de un Acuerdo de Terminación Anticipada por ejecutar operaciones por cuenta de sus clientes sin contar con las correspondientes órdenes previas, y por desconocer los deberes de idoneidad y profesionalismo. Esto genera, en su contra, un agravante que debe tenerse en cuenta al momento de determinar su sanción.

Por otra parte, es claro para la Sala que la investigada incurrió en las conductas imputadas de manera reiterada en el tiempo, ya que las operaciones celebradas sin contar con orden previa por parte de las clientas, la falta de recomendaciones individualizadas, y las inversiones que se ejecutaron sin tener en cuenta su perfil de riesgo, se ejecutaron de manera continuada entre el 12 de febrero y el 16 de julio de 2012.

Adicionalmente, debe recordarse que uno de los criterios generales de agravación que prescribe la Guía para la Graduación de Sanciones de AMV, hace referencia a "[a]provecharse de la inexperiencia, impericia o indefensión del cliente o de la contraparte". Como quedó demostrado en el proceso, la investigada se aprovechó de la falta de experticia de las clientas en materia de inversiones en el mercado de valores, y la confianza que estas habían depositada en ella, para ejecutar operaciones que no atendían su perfil de riesgo.

Ahora bien, respecto de los criterios de agravación particulares para la conducta de exceso de mandato, se tiene que la investigada, con su actuación, afectó materialmente el portafolio de las clientas. Tal como lo indica el instructor<sup>52</sup>, las clientas tuvieron una pérdida de \$11.494.103 para el caso de BBBB, y de \$4.228.939 para el caso de CCCC. También está probado que celebró un número de operaciones inconsultas que son representativas respecto a la cantidad de operaciones que se analizaron<sup>53</sup>. Del mismo modo, quedó demostrado que con sus actuaciones afectó a un número plural de clientes del intermediario –en este caso las dos clientas–, por lo que también se tendrá este aspecto como criterio de agravación.

Por otra parte, para la imposición de la sanción se tendrá en cuenta que, tal como quedó probado a través del documento denominado Acta de Reunión Estado de Portafolio<sup>54</sup>, la investigada buscó obtener una supuesta autorización de las clientes con posterioridad a la celebración de las operaciones. En el documento en mención, fechado el 25 de junio de 2013, esto es, días antes de la desvinculación de la señora Pinilla Mendoza, se hace referencia a una reunión en la que se entregó a las clientas un "reporte de la evolución y del estado actual de [sus] portafolios de inversión". Dentro del documento, el sub-numeral 2 del numeral segundo indica que la cliente "manifiestan tener conocimiento de las operaciones realizadas (en cabeza de CCCC y BBBB), haber impartido las órdenes respectivas y conocer el resultado de las operaciones". Además, el sub-numeral tres indica que las clientes manifestaron su conformidad con el resultado de las operaciones.

---

<sup>52</sup> Folio 057 de la carpeta de actuaciones finales acumulada, folio 57 del pliego de cargos.

<sup>53</sup> Vid. Supra, pp. 4, 5 y 6.

<sup>54</sup> Folios 289 y 290 de la carpeta de actuaciones finales del expediente 01-2016-386.

A pesar de lo indicado en el documento, y tal como se explicó en el cuerpo de la Resolución, es claro para la Sala que su suscripción no hace las veces de autorización posterior o de orden de las operaciones.

Respecto de los criterios de agravación relativos a la conducta de desconocimiento del deber de asesoría, está probado que la investigada, de manera deliberada, desconoció el perfil de riesgo de las clientes, celebró sin autorización un número representativo de operaciones respecto de las operaciones analizadas, y, finalmente, suministró información incompleta e insuficiente de acuerdo con el perfil de riesgo de la clienta.

Por lo anterior, encuentra la Sala que atendiendo a los principios de proporcionalidad y disuasorio que deben tener las sanciones impuestas por el Tribunal Disciplinario procede a imponer la sanción de expulsión del mercado de valores, concurrente con multa de 30 SMMLV.

#### 2.3.4.2. Milton Andrés Tolosa Jiménez

##### 2.3.4.2.1. Criterios de atenuación.

En primer lugar, encuentra la Sala de Decisión que el señor Tolosa Jiménez, en su trayectoria como operador del mercado de valores, no tiene antecedentes disciplinarios, por lo que, al momento de determinar su sanción, se debe tener en cuenta que en favor de él concurre un criterio de atenuación.

##### 2.3.4.2.2. Criterios de agravación.

Ahora bien, según las pruebas que obran en el proceso, se tiene que el investigado ejecutó las conductas imputadas en forma continuada, teniendo en cuenta que las operaciones celebradas sin autorización previa y la inobservancia del deber de asesoría, se desarrollaron entre el 28 de febrero de 2013 y el 9 de septiembre de 2014

Asimismo, como quedó demostrado en el proceso disciplinario, el investigado sacó provecho de la falta de experiencia de las clientas para ejecutar la operación sobre bonos pensionales de manera apalancada. Este motivo se tendrá en cuenta como criterio de agravación general.

Por otra parte, frente a la conducta de exceso de mandato, se tendrá en cuenta la afectación material que obtuvo el portafolio de las clientas como consecuencia de las operaciones ejecutadas por el investigado sin contar con orden previa. Adicionalmente, se considerará que el número de operaciones ejecutadas sin autorización fue representativo respecto del número de operaciones analizadas. Finalmente, se aplicará el criterio de agravación referente a la afectación a un número plural de clientes del intermediario.

Por su parte, frente a la conducta de desconocimiento del deber de asesoría, se tendrá en cuenta que el investigado desconoció de manera deliberada el perfil de riesgo de las clientes, y les suministró información incompleta e insuficiente.

Por lo anterior, encuentra la Sala que atendiendo a los principios de proporcionalidad y disuasorio que deben tener las sanciones impuestas por el Tribunal de Disciplinario procede a imponer la sanción de expulsión del mercado de valores, concurrente con multa de 10 SMMLV.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Decisión No. "6", integrada por los doctores Edgardo Villamil Portilla (Presidente), Juan Pablo Amorocho Gutiérrez y Camilo Ospina Bernal, de conformidad con lo dispuesto en el Acta No. 353 del 11 de mayo de 2017 del Libro de Actas de las Salas de Decisión, por unanimidad,

## RESUELVE

**ARTÍCULO PRIMERO:** Imponer a la señora **ANGIE DAYÁN PINILLA MENDOZA** las sanciones de **EXPULSIÓN** del mercado valores y **MULTA** de **TREINTA (30) SALARIOS MÍNIMOS LEGALES MENSUALES VIGENTES**, en los términos de los artículos 84 y 82 del Reglamento de AMV.

**ARTÍCULO SEGUNDO:** Imponer al señor **MILTON ANDRÉS TOLOSA JIMÉNEZ** las sanciones de **EXPULSIÓN** del mercado valores y **MULTA** de **DIEZ (10) SALARIOS MÍNIMOS LEGALES MENSUALES VIGENTES**, en los términos de los artículos 84 y 82 del Reglamento de AMV.

**ARTÍCULO TERCERO: ADVERTIR** a la señora **ANGIE DAYÁN PINILLA MENDOZA** y al señor **MILTON ANDRÉS TOLOSA JIMÉNEZ**, que la **EXPULSIÓN** se hará efectiva a partir del día hábil siguiente a aquél en que quede en firme la presente Resolución, de conformidad con lo dispuesto en el parágrafo del artículo 84 del Reglamento de AMV.

**ARTÍCULO CUARTO: ADVERTIR** a la señora **ANGIE DAYÁN PINILLA MENDOZA** y al señor **MILTON ANDRÉS TOLOSA JIMÉNEZ**, que el pago de la **MULTA** aquí ordenada deberá realizarse dentro de los quince (15) días hábiles siguientes a aquel en que quede en firme la presente Resolución, mediante consignación en la cuenta de ahorros de Bancolombia número 03156939420, la cual deberá acreditarse ante la Secretaría del Tribunal Disciplinario, de conformidad con el artículo 82 del Reglamento de AMV.

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

**ARTÍCULO SEXTO: 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**

**EDGARDO VILLAMIL PORTILLA  
PRESIDENTE**

**JOSÉ MANUEL FERNÁNDEZ DE CASTRO  
SECRETARIO**

