

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

**TRIBUNAL DISCIPLINARIO**

**SALA DE DECISIÓN “2”**

**Resolución No. 3**

**Bogotá, D.C, dieciocho (18) de marzo de 2015**

**NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: 02-2014-359**  
**INVESTIGADO: BTG PACTUAL S.A. S.C.B.**  
**RESOLUCIÓN: PRIMERA INSTANCIA**

La Sala de Decisión “2” del Tribunal Disciplinario de AMV, en ejercicio de sus atribuciones legales, estatutarias y reglamentarias, plasma la decisión adoptada en sesión de diecisiete (17) de febrero de dos mil quince (2015), previo recuento de los siguientes:

**1. ANTECEDENTES**

**1.1.** El 14 de noviembre de 2014 el Gerente de Investigación y Disciplina del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (en adelante AMV), en ejercicio de las facultades establecidas en el artículo 57 de su Reglamento, formuló solicitud formal de explicaciones institucionales<sup>1</sup> a la sociedad comisionista de bolsa BTG Pactual S.A. (en adelante BTG Pactual), por la presunta violación del numeral 3 y del parágrafo 1 del artículo 2.36.3.2.2. del Decreto 2555 de 2010, adicionado por el Decreto 2878 de 2013<sup>2</sup>, vigente para la época de ocurrencia de los hechos.

---

<sup>1</sup> Folios 000002 a 000008 de la carpeta de actuaciones finales del expediente.

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

[...]

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

[...]

1.2. El 2 de diciembre de 2014 la investigada, a través de su representante legal, rindió las explicaciones solicitadas<sup>3</sup>.

1.3. AMV formuló el respectivo pliego de cargos el 17 de diciembre de 2014<sup>4</sup>. La investigada le dio respuesta mediante escrito de 6 de enero de 2015<sup>5</sup>.

1.4. En cumplimiento de las previsiones reglamentarias que rigen la materia, la Secretaría del Tribunal Disciplinario de AMV asignó el presente asunto a la Sala de Decisión número "2"<sup>6</sup>.

## 2.- SÍNTESIS DEL CARGO IMPUTADO

AMV imputó a la sociedad comisionista de bolsa BTG Pactual, en su condición de miembro autorregulado, la conducta de exceso en el límite máximo de compromisos en operaciones simultáneas por cuenta de un mismo tercero, durante el lapso comprendido entre el 16 y el 20 de junio de 2014.

Mencionó que la Gerencia de Monitoreo y Vigilancia de AMV, en relación con el patrimonio técnico que tenía la compañía disciplinada a 30 de abril de 2014, evidenció los siguientes excesos en las operaciones simultáneas efectuadas por cuenta del cliente AAAA S.A.S:

| FECHA      | NIT         | Detalle Afiliado | SCB  | Simultaneas Renta Fija | PT (30-abr-2014) | Limite 30% PT  | Nivel de Utilización del Límite 30% Patrimonio Técnico | Valor del Exceso |
|------------|-------------|------------------|------|------------------------|------------------|----------------|--|------------------|
| 16/06/2014 | 830135235-5 | AAAA S.A.S.      | BBBB | 33,741,644,211         | 51,021,560,838   | 15,306,468,251 | 120.44%  | 18,435,175,960   |
| 17/06/2014 | 830135235-5 | AAAA S.A.S.      | BBBB | 20,764,885,540         | 51,021,560,838   | 15,306,468,251 | 35.66%   | 5,458,417,289    |
| 18/06/2014 | 830135235-5 | AAAA S.A.S.      | BBBB | 20,764,885,540         | 51,021,560,838   | 15,306,468,251 | 35.66%   | 5,458,417,289    |
| 19/06/2014 | 830135235-5 | AAAA S.A.S.      | BBBB | 20,735,069,150         | 51,021,560,838   | 15,306,468,251 | 35.47%   | 5,428,600,899    |
| 20/06/2014 | 830135235-5 | AAAA S.A.S.      | BBBB | 20,735,069,150         | 51,021,560,838   | 15,306,468,251 | 35.47%   | 5,428,600,899    |

Agregó que la investigada, adicionalmente, desconoció lo establecido en el parágrafo 1 del artículo 2.36.3.3.2., adicionado por el Decreto 2878 de 2013, por

---

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

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

<sup>3</sup> Folios 000009 a 000018 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>4</sup> Folios 000011 a 000017 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>5</sup> Folios 000081 a 000088 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>6</sup> Folios 000112 a 000117 de la carpeta de actuaciones finales.

cuanto no remitió, dentro de los cinco días siguientes a la fecha del incumplimiento, un plan de ajuste tendiente al restablecimiento de los límites excedidos, ni un informe de las medidas adoptadas por la firma comisionista para evitar que conductas como la reprochada se presenten en el futuro.

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

La inculpada basó su defensa en los siguientes argumentos:

**3.1.** A manera de antecedentes, indicó que la Bolsa de Valores de Colombia, desde su creación, estableció los compromisos máximos de operaciones de venta con pacto de recompra y a plazo que podía tener una sociedad comisionista. Sin embargo, en diciembre de 2013, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público profirió el Decreto 2878 de 2013, a través del cual adicionó el Decreto Único -2555 de 2010-, y fijó los límites que tienen las sociedades comisionistas de bolsa para efectuar operaciones de reporto, o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores por cuenta de terceros.

A su juicio, el Gobierno Nacional señaló, en la exposición de motivos del Decreto en mención<sup>7</sup>, que su propósito fundamental era el de *"limitar el apalancamiento por parte de terceros que acceden al mercado a través de los intermediarios de valores"*. Agregó que, en todo caso, la nueva disposición normativa no es suficientemente clara respecto de si las operaciones simultáneas activas deben computarse en el cálculo de los límites en comento.

**3.2.** Argumentó que el pliego de cargos tuvo origen en una discrepancia interpretativa del artículo 2.36.3.2.2. del Decreto 2555 de 2010, adicionado por el Decreto 2878 de 2013 – que establece los límites de compromisos que pueden tener los intermediarios de valores por cuenta de terceros-, la cual exigió la expedición de la Carta Circular 55 del 24 de septiembre de 2014, por parte de AMV. Dijo que, en efecto, muchas de las entidades autorreguladas entendieron que puesto que el objetivo del Decreto 2878 de 2013 era, a su juicio, exclusivamente el de limitar el apalancamiento de terceros, lo cual se logra a través de *"compromisos de recompra"*, la forma de determinar los límites *"no había variado respecto de la norma de la BVC – artículo 3.3.6.1. de la Circular Única, según la cual para la determinación de dichos límites debían tenerse en cuenta los compromisos de recompra (obligaciones de regreso del enajenante inicial y no del adquirente inicial)"*<sup>8</sup>.

Agregó que, en consecuencia, según su interpretación de la norma, como las operaciones simultáneas activas no constituyen una situación de

---

<sup>7</sup> Documento denominado *"REFORMA NORMATIVA: GARANTÍAS Y LÍMITES EN OPERACIONES REPO, SIMULTÁNEAS Y TTV"*, elaborado por la Unidad Administrativa Especial, Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF, aportado por la inculpada tanto con las explicaciones solicitadas por AMV, como con su pronunciamiento frente al pliego de cargos (Folios 000029 a 000038 de la carpeta de actuaciones finales).

<sup>8</sup> Folio 000012 de la carpeta de actuaciones finales.

apalancamiento del adquirente no deben tenerse en cuenta para el cómputo de los límites que regula.

**3.3.** Indicó que AMV, con el fin de clarificar las inquietudes presentadas por BTG Pactual (mediante comunicación de 8 de agosto de 2014 y conversación telefónica sostenida con el Subdirector de Supervisión del Autorregulador, el 12 del mismo mes) y por otras sociedades comisionistas de bolsa, expidió la Carta Circular 55 de 24 de septiembre de 2014, mediante la cual instruyó que *"para el cómputo de los límites de las operaciones simultáneas, los miembros deben tener en cuenta tanto las operaciones en las cuales el tercero actúa como adquirente (operaciones activas), como aquellas en las cuales éste actúa como enajenante (operaciones pasivas)"*. Agregó que, en cumplimiento de la directriz impartida por el Autorregulador, efectuó los ajustes necesarios en sus procedimientos internos establecidos para el cálculo de los límites.

Dijo que como hasta el 24 de septiembre de 2014 AMV aclaró cuál era la forma en que debían computarse las operaciones simultáneas a efectos de determinar el exceso al límite en las transacciones efectuadas por cuenta de terceros, antes de dicha fecha no era exigible el sumar las negociaciones simultáneas activas y pasivas. En consecuencia, consideró que no puede endilgársele ninguna responsabilidad disciplinaria porque *"la interpretación natural y obvia de la norma indicaba que para el cómputo del límite bastaba calcular aquellas operaciones que conllevaban el apalancamiento para los terceros, o sea, los compromisos de recompra"*.

Mencionó que, por tanto, la referida Carta Circular 55, emitida por AMV, no puede tener efectos retroactivos, pues ello iría en contra de los principios de la *"irretroactividad de la ley sancionatoria"* y de *"favorabilidad"*.

**3.4.** De otra parte, arguyó que no hubo descuido o negligencia de su parte, porque existían razones de fondo para interpretar el artículo 2.36.3.3.2. del Decreto Único de la forma en que lo hizo, de modo que la compañía *"tenía la firme y sincera convicción de haber actuado de manera ajustada al ordenamiento jurídico"*. No obstante, una vez expedida la mencionada Circular por parte de AMV ajustó sus procedimientos para dar cumplimiento a la disposición normativa, dijo.

**3.5.** Indicó que el Decreto 2878 de 2013 estableció el término de seis meses para que las firmas comisionistas implementaran los ajustes necesarios para dar cumplimiento a las nuevas disposiciones. En consecuencia, ajustó sus mecanismos de control de límites teniendo como punto de partida exclusivamente los *"compromisos de recompra"*.

**3.6.** De otra parte, argumentó que BTG Pactual no tuvo ninguna intención de incumplir las obligaciones que a juicio del AMV le correspondían, que eran las de suspender la realización de operaciones al haberse presentado el exceso, y la de elaborar y enviar un plan de ajuste al Autorregulador, consagradas por el parágrafo del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, porque en su sentir no

estaba obligado a ello, antes de la expedición de la Circular 55 por parte del Autorregulador.

**3.7.** De otro lado, mencionó que, de acuerdo con lo establecido por la normativa que rige la actividad del Autorregulador, los asuntos de naturaleza prudencial de los intermediarios de valores no son de su competencia.

**3.8.** Finalmente, arguyó que "AMV está faltando al postulado de la buena fe reconocido constitucionalmente y al principio general del derecho que prohíbe actuar en contra de los actos propios", porque, según su parecer, el Autorregulador al haber expedido la referida Circular 55 del 24 de septiembre de 2014, reconoció que la norma imputada como violada no era clara, lo cual le impide ejercer su función disciplinaria, legítima en otras circunstancias<sup>9</sup>.

#### **4. AUDIENCIA ANTE LA SALA DE DECISIÓN**

En el pronunciamiento frente al pliego de cargos la investigada presentó ante esta instancia una solicitud para la celebración de la audiencia de que trata el artículo 75 del Reglamento de AMV, la cual se llevó a cabo ante la Sala de Decisión, con la participación del representante legal de la inculpada, por una parte, y del Gerente de Investigación y Disciplina de AMV, por otra, como consta en el Acta No. 299 de 17 de febrero de 2015. Las partes, fundamentalmente, reiteraron los argumentos esgrimidos durante la etapa de instrucción.

Las intervenciones quedaron registradas en medio magnético y fueron incorporadas al proceso disciplinario, como consta a folio 000132 de la carpeta de actuaciones finales del expediente.

#### **5. CONSIDERACIONES DE LA SALA**

##### **5.1. Competencia del Tribunal Disciplinario**

Por mandato del artículo 25 de la Ley 964 de 2005 "quienes realicen actividades de intermediación están obligados a autorregularse", a lo cual añade el artículo 24 de esa misma normatividad que el ámbito de la autorregulación comprende, entre otros aspectos, el ejercicio de la función disciplinaria, consistente en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores.

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

---

<sup>9</sup> Folio 0000103 de la carpeta de actuaciones finales.

Precisamente, los artículos 11.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 y 1º del Reglamento de AMV, delimitan el alcance de los "sujetos de autorregulación", para precisar que son los miembros, los asociados autorregulados voluntariamente y sus personas naturales vinculadas, mientras que según la definición contenida en el artículo 1º *eiusdem*, 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, a juicio de la disciplinada el Autorregulador no tiene competencia para conocer de la presente actuación disciplinaria porque los asuntos de naturaleza prudencial de los intermediarios de valores escapan al campo de acción de su potestad disciplinaria.

Sobre el particular, esta Sala advierte que, de conformidad con lo establecido por el artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, "son operaciones de intermediación en el mercado de valores", entre otras, las ejecutadas en virtud de contratos de comisión, administración de valores, de portafolios de terceros, de corretaje y de fiducia mercantil, para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, todas ellas objeto de regulación prudencial.

Como lo ha sostenido la Superintendencia Financiera de Colombia, la actividad de intermediación de valores supone la realización de operaciones que tienen por finalidad el acercamiento de demandantes y oferentes para la adquisición o enajenación de valores<sup>10</sup>, característica que comparten las negociaciones de venta con pacto de recompra, o de reporto, las simultáneas y las de transferencia temporal de valores. Así las cosas, luce claro que AMV tiene plena competencia disciplinaria frente a los asuntos asociados al incumplimiento de las normas de regulación prudencial, precisamente, por estar derivados o asociados con actividades de intermediación de valores.

Ahora bien, por lo demás, para la Sala importa mencionar que el parágrafo 5 del artículo 25 de la referida Ley 964 establece que la Superintendencia de Valores – hoy Superintendencia Financiera de Colombia- "podrá suscribir acuerdos o memorandos de entendimiento con los organismos autorreguladores, con el objeto de coordinar esfuerzos en materia disciplinaria, de supervisión e investigación".

En tal virtud, AMV y la Superintendencia Financiera de Colombia suscribieron el Memorando de Entendimiento de 9 de noviembre de 2007, de acuerdo con el cual entre las materias en las cuales el Autorregulador debe actuar como supervisor de primera línea en la actividad de intermediación de valores está la relacionada con los "límites que deben cumplir las entidades y que están estrechamente relacionados con operaciones de intermediación".

---

<sup>10</sup> Cf. Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2006018701-001 de 26 de mayo de 2006.

Después de lo discurredo, surge, entonces, evidente la competencia de esta Sala de Decisión para pronunciarse de fondo sobre este asunto.

## **5.2. De la conducta imputada: exceso en el límite de operaciones simultáneas por cuenta de terceros**

### **5.2.1. Naturaleza prudencial de la norma que se acusa violada**

Para esta Sala de Decisión resulta oportuno mencionar que las normas que establecen límites a las operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores, celebradas por cuenta de terceros, ostentan un carácter eminentemente prudencial, pues su finalidad es precisamente la de evitar que el eventual incumplimiento que pudiera presentar un cliente frente a una sociedad comisionista de bolsa, en desarrollo de tales operaciones, sea de tal magnitud que termine comprometiendo su liquidez o su solvencia, o que incluso pueda extenderse a otros intermediarios, generando situaciones de riesgo sistémico.

La normativa propende, entonces, porque las sociedades comisionistas de bolsa cuenten con sistemas de control de riesgo adecuados y efectivos y dispongan de mecanismos de carácter preventivo y correctivo, que les permitan detectar si los referidos límites se ajustan o no a lo dispuesto, para la época de ocurrencia de los hechos que nos ocupan, a lo establecido en el artículo 2.36.3.3.1. del Decreto Único, con el fin de evitar que el incumplimiento de sus clientes termine afectando potencialmente su situación patrimonial.

Sobre la naturaleza de las normas que históricamente han establecido los límites de las sociedades comisionistas de bolsa para celebrar operaciones por cuenta de terceros, y la importancia del cumplimiento de dichos topes normativos, la doctrina de la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV tiene establecido lo siguiente:

*"la trasgresión a los límites normativos causa un perjuicio a la confianza de los inversionistas, en la medida en que puede afectarse la transparencia, la integridad y el buen funcionamiento del mercado y es este el bien jurídico tutelado [en las normas que lo consagran].*

*[...] la trasgresión de un límite normativo como el establecido en el numeral 3° del artículo 3.11.4 de la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia [luego, numeral 3° del artículo 3.3.6.1 de la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia, y hoy artículo 2.36.3.3.1. del Decreto 2555 de 2010], fue un factor potencial para afectar directamente la confianza del público en el mercado, por los riesgos que la presentación de esos excesos conllevan en sí mismos considerados.*

*Sobre el particular, la Sala considera necesario traer a colación el carácter de interés público que conforme el artículo 335 de la Constitución Política tiene la actividad financiera y bursátil, así como aquellas actividades concernientes al manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, lo cual implica que quienes desarrollan estas actividades tienen los más altos compromisos para con los inversionistas, cualquiera sea su naturaleza y en general, para con el mercado en su conjunto.*

En el mismo sentido, este Órgano de cierre de la actividad disciplinaria de AMV ha indicado al respecto que los límites máximos previstos para la realización de compromisos de recompra y operaciones a plazo, [simultáneas y de transferencia temporal de valores] realizados por cuenta de terceros sobre acciones deben entenderse y abordarse *‘desde una perspectiva eminentemente prudencial, con el fin de evitar que el incumplimiento que pudiera presentar un cliente frente a una sociedad comisionista de bolsa, fuera de tal magnitud que terminara comprometiendo su solvencia’*.

La doctrina de la Sala tiene establecido que la normativa que fija los topes a la celebración de operaciones repo y a plazo propende porque las sociedades comisionistas de bolsa cuenten con sistemas de control de riesgo, *‘implementando y ejecutando mecanismos oportunos y eficientes de carácter preventivo y correctivo, que les permita detectar que los referidos límites se ajustan a lo dispuesto por la norma objeto de análisis, con el fin de evitar situaciones de incumplimiento de sus clientes, que terminen afectando su solvencia cuando se ve en la obligación de honrarlas y que incluso puedan extenderse a otros intermediarios, generando situaciones de riesgo sistémico’*<sup>11</sup>.

Así pues, es claro para la Sala que la naturaleza prudencial de la norma imputada como violada propugna porque las compañías comisionistas implementen sistemas de control de riesgo que les permitan establecer herramientas preventivas y correctivas para advertir eventuales situaciones de incumplimiento de sus clientes, que puedan afectar su solvencia, la de otras firmas dedicadas a la actividad de intermediación y la seguridad del mercado en general.

#### **5.2.2. Reforma introducida por el Decreto 2878 de 2013 al régimen de límites a las operaciones celebradas por cuenta de terceros que venían siendo establecidos por la Bolsa de Valores de Colombia**

Históricamente la Bolsa de Valores de Colombia había venido estableciendo, en su Reglamento, y en su Circular Única, directrices para mitigar los eventuales riesgos derivados de la celebración de operaciones repo y a plazo. No obstante, en el 2013 el Gobierno Nacional, a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, advirtió la necesidad urgente de elevar el estándar de los límites existentes, para fijar topes que cobijen todas las transacciones del mercado monetario, entre las que se encuentran las operaciones simultáneas.

Igualmente, estimó que existen múltiples controles a las posiciones que toman las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, con lo cual se asegura que no presenten ningún riesgo derivado del apalancamiento; pero que, sin embargo, no ocurre lo mismo con los terceros que acuden a las operaciones repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores, a través de los intermediarios de valores. Así las cosas, con el fin de evitar que estos agentes utilicen a los intermediarios para efectuar negociaciones en el mercado y obtener un sobre apalancamiento que genere eventuales riesgos potenciales, el Ministerio de Hacienda profirió el Decreto 2878, de 11 de diciembre de 2013, en cuyo artículo 6, entre otras normas, adicionó el capítulo 3 del Título 3 del Libro 36 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010 – Decreto Único-, y estableció un régimen

---

<sup>11</sup> Cf. Sala de Revisión Tribunal Disciplinario de AMV. Resolución 9 de 2011.



general de limitaciones mínimas a los compromisos que los intermediarios de valores pueden mantener por cuenta de terceros.

Así se desprende de la exposición de motivos de la reforma normativa, según la cual el Decreto 2878 de 2013 tuvo *"como propósito fundamental limitar el apalancamiento por parte de los terceros que acceden al mercado a través de los intermediarios de valores (Sociedades Comisionistas de Bolsa de Valores y Sociedades Fiduciarias), e incorporar una regulación que permita limitar las operaciones en el mercado monetario celebradas sobre valores emitidos por entidades vinculadas"*<sup>12</sup> (subrayado fuera del texto original).

Para la Sala resulta oportuno resaltar que el artículo 2.36.3.3.2. del Decreto 2555 de 2010, adicionado por el Decreto 2878 de 2013, elevó a rango legal los límites de operaciones en el mercado monetario que pueden celebrarse sobre valores. Igualmente, extendió la calidad de sujeto pasivo a todos los intermediarios de valores, e incluyó categóricamente, sin distingo alguno, las operaciones simultáneas dentro del grupo de transacciones que deben computarse a efectos de establecer si los referidos límites han sido o no desbordados.

Así mismo, estableció de manera expresa, imperativa y restrictiva que están excluidas de la aplicación de los topes en comento las operaciones celebradas por cuenta de los siguientes terceros: "1) El adquirente en las operaciones de reporto o repo, cuando los valores objeto de estas no puedan ser transferidos de forma temporal o definitiva a un tercero durante el plazo de la operación y sólo puedan serlo para cumplir la misma. 2) El originador en las operaciones de transferencia temporal de valores, cuando los valores entregados a este no puedan ser transferidos en forma temporal o definitiva a un tercero durante el plazo de la operación y sólo puedan serlo para cumplir la misma. 3) Un fondo de inversión colectiva que no realice operaciones apalancadas, y 4) Un fondo de pensiones administrado por una sociedad administradora de fondos de pensiones".

Recuerda la Sala el carácter prudencial de la norma en comento, cuya finalidad es la de evitar que un eventual incumplimiento por parte de un cliente respecto de las operaciones de intermediación de valores, comprometa la liquidez de uno o, incluso, de varios intermediarios. Esta característica de importancia superior para la estabilidad del mercado hace que las circunstancias exceptivas a las que se ha hecho referencia sean, necesariamente, de interpretación restrictiva y a manera de números clausus.

### **5.2.3. Naturaleza de las operaciones simultáneas**

En procura de una mejor claridad en la resolución de los argumentos esgrimidos por las partes, para la Sala importa resaltar que de conformidad con lo

---

<sup>12</sup> Documento denominado "REFORMA NORMATIVA: GARANTÍAS Y LÍMITES EN OPERACIONES REPO, SIMULTÁNEAS Y TTV", elaborado por la Unidad Administrativa Especial, Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF, página 3, aportado por la inculpada tanto con las explicaciones solicitadas por AMV, como con su pronunciamiento frente al pliego de cargos (Folios 000029 a 000038 de la carpeta de actuaciones finales).

establecido por el artículo 2.36.3.1.2 del Decreto 2555 de 2010, "las operaciones simultáneas son 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". Según la misma disposición normativa, este tipo de operaciones se caracteriza, entre otros aspectos, porque durante la vigencia de la operación no puede pactarse la obligación de sustituir los valores inicialmente entregados por otros, y, adicionalmente, porque las partes no pueden establecer restricciones a la movilidad de los valores objeto de la negociación.

Ahora bien, de acuerdo con lo establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia, en su Circular Externa 018 de 30 de marzo de 2007, "la posición activa en una operación simultánea se presenta cuando una persona adquiere valores, a cambio de la entrega de una suma de dinero, asumiendo en dicho mismo acto y momento el compromiso de transferir nuevamente la propiedad al 'enajenante', el mismo día o en una fecha posterior y a un precio determinado, de valores de la misma especie y características [...]. La posición pasiva [...] se presenta cuando una persona transfiere la propiedad de valores, a cambio del pago de una suma de dinero, asumiendo en este mismo acto y momento el compromiso de adquirirlos nuevamente de su contraparte o de adquirir de ésta valores de la misma especie y características el mismo día o en una fecha posterior y a un precio o monto predeterminado".

Nótese cómo las operaciones simultáneas son negociaciones transitorias sobre valores en las que su objeto debe regresar al enajenante, luego de la devolución de una suma de dinero. No obstante, las partes no pueden limitar o restringir la movilidad de los valores en el mercado, lo cual significa que el inversionista activo puede disponer de ellos para negociarlos en el mercado secundario durante la vigencia de la operación.

Así, pues, luce claro, que en las operaciones simultáneas, ambos inversionistas, tanto el activo, como el pasivo, están expuestos al riesgo de contraparte, pues, existe la posibilidad de que los recursos, de una parte, o los títulos, de la otra, no sean devueltos al vencimiento del plazo de la operación. Adicionalmente, el inversionista pasivo está expuesto al riesgo de mercado en la medida de que el precio de la garantía varíe por debajo de un nivel que no garantice completamente la operación; mientras que el inversionista activo está expuesto al riesgo de liquidez cuando sea difícil vender en el mercado la garantía entregada por su contraparte.

Para la Sala resulta oportuno dejar sentado que las operaciones simultáneas difieren sustancialmente de otro tipo de operaciones del mercado monetario, como las de venta con pacto de recompra, en las que los valores entregados por el inversionista pasivo quedan inmovilizados por la Bolsa de Valores de Colombia, mediante el sistema de Administración de Garantías, razón por la cual el

inversionista activo no puede disponer de ellos, ni negociarlos en el mercado, circunstancia que disminuye los riesgos derivados de un eventual incumplimiento de su contraparte.

Así las cosas, fluye, pues, sin duda alguna, que sí hace sentido computar las operaciones simultáneas activas para determinar si los límites legales han sido desbordados, puesto que en este tipo de negociaciones el enajenante está expuesto a un riesgo de liquidez, representado en una eventual imposibilidad de comercialización en el mercado de la garantía devuelta por el adquirente de la transacción.

#### **5.2.4. Sobre el título de imputación de la responsabilidad disciplinaria por el desconocimiento de los límites establecidos por el artículo 2.36.3.3.2. del Decreto 2555 de 2010**

De acuerdo con la doctrina del Tribunal Disciplinario en materia de excesos a los límites normativos para la realización de operaciones en el mercado por cuenta de terceros, la responsabilidad disciplinaria se deduce, no en función de los postulados clásicos de responsabilidad objetiva o subjetiva, sino a partir de la simple inobservancia de las normas que fijan tales límites, dejando a salvo, por supuesto, la posibilidad de excluir o de exculpar su incumplimiento por la presencia de una causa extraña, como el caso fortuito o la fuerza mayor<sup>13</sup>.

Claramente entonces, la imputación de responsabilidad disciplinaria en este ámbito procede a partir del momento en que es desatendida o transgredida una norma por parte de un sujeto disciplinable.

#### **5.2.5. El caso concreto**

Descendiendo al caso objeto de estudio, la Sala observa que el Instructor imputó a la sociedad investigada la conducta de exceso al límite de compromisos de operaciones simultáneas por cuenta del cliente AAAA S.A.S., en transacciones efectuadas entre el 16 y el 20 de junio de 2014. Igualmente, dijo el Autorregulador que la disciplinada incumplió la obligación de remitir, dentro de los cinco días siguientes al exceso, un informe de las medidas adoptadas para evitar la presentación de nuevos incumplimientos y un plan de ajuste para el restablecimiento de los límites legales.

Sobre el particular, la Sala encuentra que de conformidad con lo dispuesto por el artículo 2.36.3.3.2 [3] del Decreto 2555 de 2010, adicionado por el artículo 6 del Decreto 2878 de 2013, vigente desde el 11 de junio de 2014, los intermediarios de valores que celebren operaciones de venta con pacto de recompra, simultáneas y de transferencia temporal de valores, por cuenta de terceros, en los sistemas de negociación de valores, de compensación y de liquidación de operaciones sobre valores, en las bolsas de valores o en el mercado mostrador, no podrán tener, por cuenta de un mismo tercero, compromisos que sumados superen el 30% del patrimonio técnico publicado por la Superintendencia Financiera para el

---

<sup>13</sup> Cf. Sala de Revisión Tribunal Disciplinario de AMV. Resolución 8 de 2010.

penúltimo mes calendario anterior a aquel en el que se celebraron las operaciones.

Así mismo, esta Sala de Decisión advierte que de conformidad con el parágrafo 1 de la norma mencionada en el párrafo anterior, en el evento de que alguno de los intermediarios de valores presente incumplimiento de alguno de los límites establecidos para la celebración de operaciones por cuenta de terceros, tiene el deber de cesar de manera inmediata la realización de nuevas operaciones y, adicionalmente, la obligación de remitir a AMV y a la Superintendencia Financiera de Colombia, dentro de los cinco días siguientes al incumplimiento, un informe que contenga un plan de ajuste para reestablecer los límites excedidos y las medidas adoptadas para evitar futuros incumplimientos.

Pues bien, AMV afirmó tanto en la solicitud formal de explicaciones, como en el pliego de cargos, que para el 30 de abril de 2014, el patrimonio técnico de la sociedad investigada ascendía a \$51.021'560.838.00, razón por la cual, en aplicación de la mencionada norma, para el mes de junio del mismo año, la Firma no podía tener operaciones simultáneas, por cuenta de un mismo tercero, que sumadas excedieran del 30% referido monto, equivalente a \$15.306'468.251,00. Sin embargo, el AMV constató en la fase de instrucción que entre el 16 y el 20 de junio de 2014 la comisionista registró operaciones simultáneas, por cuenta de un mismo cliente, que sumadas oscilaron entre \$33.741'644.211.00 y \$20.735'069.150.00, excediendo, por ende, el límite establecido.

La disciplinada, fundamentalmente, argumentó que el exceso reprochado sí se dio, pero por una discrepancia interpretativa de la norma imputada como violada, que exigió la expedición de la Carta Circular 55 de 24 de septiembre de 2014, por parte de AMV, pues, según su dicho, buena parte de las de las entidades autorreguladas entendieron que puesto que el objetivo del Decreto 2878 de 2013 era el de limitar el apalancamiento de terceros, *"la forma de establecer los límites no había variado respecto de la norma de la BVC – artículo 3.3.6.1. de la Circular Única- y, por lo tanto, que dichos límites seguían referidos a los compromisos de recompra (obligaciones de regreso del enajenante inicial y no del adquirente inicial)"*<sup>14</sup>, motivo por el cual, según su interpretación, las operaciones simultáneas activas no debían tenerse en cuenta para el cómputo de los límites que regula (negrilla original).

Frente a los argumentos esgrimidos por las partes la Sala de Decisión advierte, en primer lugar, que efectivamente está acreditada la conducta reprochada por AMV. En efecto, de acuerdo con el sistema de negociación de acciones de la Bolsa de Valores de Colombia, está plenamente demostrado que la disciplinada excedió los límites trazados por el artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, durante los días 16 y 20 de junio de 2014. Así mismo, está probado que la sociedad investigada incumplió la obligación de remitir al Autorregulador un informe de las medidas adoptadas para mitigar el incumplimiento de la referida disposición normativa, así como un plan de ajuste para evitar futuros excesos.

---

<sup>14</sup> Folio 000012 de la carpeta de actuaciones finales.

Igualmente, está demostrado que la inculpada tanto en la respuesta a la solicitud formal de explicaciones, como en el pronunciamiento frente al pliego de cargos, reconoció la comisión de la conducta, sólo que atribuyó el incumplimiento a una supuesta discrepancia interpretativa, no comprobada, existente entre los intermediarios de valores en relación con la norma que establece los límites a los compromisos que pueden tener por cuenta de terceros.

Para la Sala, este planteamiento de la defensa no tiene la virtud de enervar la vocación de prosperidad de la imputación formulada por AMV, por las siguientes razones:

i) El artículo 2.36.3.3.2 [3] del Decreto 2555 de 2010, adicionado por el Decreto 2878 de 2013, establece claramente lo siguiente:

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

[...]

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

[...]"

“Parágrafo 4. Se entienden excluidas de la aplicación de los límites establecidos en el presente artículo, las operaciones realizadas por cuenta de los siguientes terceros:

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

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

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

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

La aplicación del principio de hermenéutica jurídica según el cual "donde el legislador no distingue no le es dado al intérprete distinguir", lleva a la Sala a establecer que, contrario a lo argüido por la inculpada, la norma transcrita es clara en el sentido de establecer que las operaciones simultáneas, activas y pasivas, indistintamente, deben computarse a efectos de establecer el exceso a los límites de compromisos que los intermediarios de valores pueden tener por cuenta de terceros.

Adicionalmente, para la Sala es claro que, de acuerdo con lo establecido por el artículo 27 [1] del Código Civil, "cuando el sentido de la ley sea claro no se desatenderá su tenor literal, so pretexto de consultar su espíritu" y, en este caso, se reitera, el artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único, imputado por AMV como violado, sólo excluyó del referido cómputo las operaciones efectuadas por cuenta del adquirente en las operaciones repo, del originador en las transacciones de transferencia temporal de valores, de los fondos de inversión colectiva que no realizan negociaciones apalancadas, y de los fondos de pensiones administrados por fondos de pensiones. No mencionó dentro de las situaciones de excepción las operaciones simultáneas activas a las que refiere equivocadamente la defensa de la disciplinada.

Para la Sala, en aplicación del principio de obligatoriedad del ordenamiento jurídico las excepciones consagradas por la referida disposición normativa deben ser interpretadas de manera restrictiva, circunstancia que, de suyo, excluye su aplicación analógica, esto es, que su interpretación pueda extenderse a otras situaciones similares, como en el fondo lo pretende la defensa. Sobre el particular la Corte Constitucional ha establecido lo siguiente<sup>15</sup>:

*"Tratándose de una excepción al principio de aplicabilidad y obligatoriedad de normas jurídicas, la misma debe ser de interpretación restringida. En efecto, la aplicación analógica debe desecharse cuando la disposición que se pretende extender contiene una excepción a la norma general, pues en este caso es la norma general y no la excepción lo que debe ser aplicado".*

**ii)** La expedición de la Carta Circular 55, de 24 de septiembre de 2014, por parte de AMV, mediante la cual instruyó a los intermediarios de valores para que en el cómputo de los límites de las operaciones simultáneas tuvieran en cuenta tanto las operaciones en las cuales el tercero actúa como adquirente (operaciones activas), como aquéllas en las cuales éste actúa como enajenante (operaciones pasivas), no modificó, ni adicionó la forma en que debían computarse las operaciones simultáneas a efectos de determinar el exceso al límite en las transacciones efectuadas por los intermediarios de valores, cuenta de terceros, establecida de manera inequívoca por el Decreto 2878 de 2013.

La Sala advierte que el Autorregulador sólo cumple unas potestades claramente establecidas en la Ley 964 de 2005, en el Decreto Único y en las demás normas vigentes, tendientes a preservar la integridad del mercado de valores, que no le otorgan competencia alguna para expedir disposiciones con fuerza de ley, ni aquéllas que competen exclusivamente al Gobierno Nacional; tan solo cuenta, al igual que la Superintendencia Financiera de Colombia, con una función normativa residual, técnica, preventiva y operativa necesaria para el cumplimiento efectivo de sus funciones mediante cartas circulares, requerimientos e instrucciones que, necesariamente, deben ser expresión de la norma superior que les anteceden.

---

<sup>15</sup> Cf. Corte Constitucional, sentencia C-037 de 2000. M.P. Vladimiro Naranjo Mesa

Así las cosas, a la sociedad disciplinada no le resulta dable argumentar que antes del 24 de septiembre de 2014, fecha en la que AMV emitió la mencionada Circular, no era necesario sumar las negociaciones simultáneas activas y pasivas a efectos de establecer el exceso a los límites de operaciones por cuenta de terceros. Ni mucho menos que AMV dio efectos retroactivos a la mencionada Carta Circular 55 de 2014, pues el pliego de cargos se estructuró, únicamente, en el desconocimiento del tantas veces citado artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, por demás, claro en su interpretación como quedó plasmado en el numeral anterior.

iii) Si bien es cierto que con la expedición del Decreto 2878 de 2013 el Gobierno Nacional se propuso, entre otras cosas, limitar el apalancamiento de terceros que acceden al mercado a través de los intermediarios de valores, también es verdad que otra de sus finalidades fue la de *"incorporar una regulación que permita limitar las operaciones en el mercado monetario celebradas sobre valores emitidos por entidades vinculadas"*<sup>16</sup>, para lo cual adicionó al Decreto Único el ya comentado artículo 2.36.3.3.2 [3], a partir de cuya vigencia, para el cálculo de los compromisos que los intermediarios de valores pueden tener por cuenta de terceros, en aplicación de principios básicos de interpretación, deben computarse, además de las operaciones repo y de transferencia temporal de valores, las simultáneas, reitera la Sala, sin distinción alguna.

En sentir de la defensa, el propósito fundamental del Decreto 2878 de 2013 fue el de *"limitar el apalancamiento de terceros"* a través de operaciones repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores. Sin embargo, a su juicio *"en el caso de las operaciones simultáneas activas no es posible apalancarse pues lo que existe en ese último caso, es un intercambio de activos entre dinero y títulos (no inmovilizables), los cuales en caso de venderse nuevamente, implicarían un nuevo intercambio de activos, dejando al Enajenante Inicial (Fondeador) en el estado original de la operación, y quedando sujeto únicamente al riesgo de mercado y no de liquidez del título que se ha comprometido a restituir en la operación simultánea original"*<sup>17</sup>.

Sobre el particular, la Sala reitera que las operaciones simultáneas activas no fueron expresamente excluidas del cómputo de compromisos que deben sumarse para establecer si un intermediario de valores ha excedido los topes señalados para las negociaciones que puede mantener por cuenta de terceros. Adicionalmente, advierte que el artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010 es una norma de naturaleza prudencial que persigue, fundamentalmente, evitar que el incumplimiento que pudiere presentar un cliente sea de tal magnitud que termine comprometiendo su liquidez o solvencia, que pueda extenderse a otros intermediarios, generando un riesgo sistémico para el mercado en su conjunto.

---

<sup>16</sup> Documento denominado *"REFORMA NORMATIVA: GARANTÍAS Y LÍMITES EN OPERACIONES REPO, SIMULTÁNEAS Y TTV"*, elaborado por la Unidad Administrativa Especial, Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF, página 3, aportado por la inculpada tanto con las explicaciones solicitadas por AMV, como con su pronunciamiento frente al pliego de cargos (Folios 000029 a 000038 de la carpeta de actuaciones finales).

<sup>17</sup> Folios 000093 y 000094 de la carpeta de actuaciones finales.

Concretamente, tratándose de operaciones simultáneas activas, como quedó expuesto en el numeral 5.2.3. de esta Resolución, entendidas como aquellas negociaciones transitorias sobre valores en las que su objeto debe regresar al enajenante, luego de la devolución de una suma de dinero, las partes no pueden limitar o restringir la movilidad de los valores en el mercado, como ocurre en las operaciones de venta con pacto de recompra, lo cual significa que el inversionista activo puede disponer de ellos para negociarlos en el mercado secundario durante la vigencia de la transacción.

Para la Sala no existe duda que en las operaciones simultáneas, ambos inversionistas, tanto el activo, como el pasivo, están expuestos al riesgo de contraparte, pues, existe la posibilidad de que los recursos, de un lado, o los títulos, del otro, no sean devueltos al vencimiento del plazo. Adicionalmente, el inversionista pasivo está expuesto al riesgo de mercado en la medida de que el precio de la garantía varíe por debajo de un nivel que no garantice completamente la operación; mientras que el inversionista activo está expuesto al riesgo de liquidez cuando sea difícil vender en el mercado la garantía entregada por su contraparte, luego, sí se hace necesaria, entonces, la inclusión normativa de las negociaciones simultáneas activas para efectos de computar el exceso a los topes de compromisos que los intermediarios de valores pueden tener por cuenta de terceros.

Así las cosas, fluye, que si el Gobierno Nacional no excluyó de los cálculos en comento las transacciones simultáneas activas lo hizo precisamente porque este tipo de negociaciones, contrario a lo que sucede con los repos y las transacciones de transferencia temporal de valores, generan riesgos para ambas partes, cuya ocurrencia buscó mitigar la disposición del Decreto 2878 de 2013. No concuerda la Sala con la opinión del investigado sobre la exclusiva finalidad que el Gobierno Nacional persiguió con esta disposición, pero en sana hermenéutica jurídica no es menester que ahora se pronuncie la Sala sobre este aspecto, por cuanto el texto de la norma tiene la claridad suficiente como para que no sea necesario consultar su espíritu.

**iv)** Tampoco es verdad, como lo pretende la sociedad disciplinada, **que no haya variado** la forma de establecer los límites para los compromisos por cuenta de terceros establecida en la antigua norma de la BVC – artículo 3.3.6.1. de la Circular Única- y que, por tanto, dichos límites sigan siendo referidos a los compromisos de recompra, porque, sencillamente, la entrada en vigencia del Decreto 2878 de 2013 supuso un cambio normativo sustancial, en virtud del cual la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia dejó de regular los límites a los compromisos que las sociedades comisionistas de bolsa pueden tener por cuenta de terceros.

#### **5.2.6. Otros planteamientos de la defensa**

**i)** Dijo la disciplinada que no existió descuido o negligencia de su parte, porque existían razones de fondo para interpretar el artículo 2.36.3.3.2. de la manera que lo hizo, de modo que la compañía *"tenía la firme y sincera convicción de haber*



actuado de manera ajustada al ordenamiento jurídico". Adicionó que, no obstante, una vez expedida la Circular 55 de 2014, por parte de AMV, ajustó sus procedimientos para dar cumplimiento a la disposición normativa. Frente a este argumento la Sala advierte que la imputación de responsabilidad disciplinaria o el juicio de reprochabilidad en este ámbito procede en el momento en que es desatendida o transgredida una norma por parte de un sujeto disciplinable. Así, pues, la responsabilidad disciplinaria, en este caso, se estructura simplemente por el desconocimiento de las normas que consagran los límites de compromisos de recompra, simultáneas, y de transferencia temporal de valores, por cuenta de terceros, sin que el operador disciplinario esté en el deber de demostrar la voluntad de incumplir la disposición legal.

El reproche de la conducta, en todo caso, no requiere de la demostración del especial ingrediente de cualificación intencional. Para la Sala es evidente que el incumplimiento de normas claras que son y deben ser conocidas y aceptadas por el agente implica necesariamente, por lo menos, un obrar culposo cuyo origen es, precisamente, el desconocimiento de las normas que el agente debe conocer y cumplir.

En todo caso, la Sala no encuentra admisible que una entidad autorregulada se abstenga de cumplir una norma prudencial bajo el escudo o al amparo de una interpretación unilateral, no soportada de la norma y menos que ello pueda servir para eximir a la investigada de la censura y de la sanción a que dan lugar tales infracciones.

**ii)** De otra parte, argumentó la defensa que el Decreto 2878 de 2013 estableció el término de seis meses para que las firmas comisionistas implementaran los ajustes necesarios para dar cumplimiento a las nuevas disposiciones. En consecuencia, dijo, no tuvo la intención de incumplir las obligaciones de suspender la realización de operaciones, y elaborar y enviar un plan de ajuste a AMV, consagradas por el parágrafo del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, porque antes de la expedición de la Circular 55 la firma incorporaba en sus mecanismos de control interno a los límites, solamente los compromisos de recompra, por ser, a su juicio, la interpretación de la norma que los consagra.

En relación con este planteamiento, reitera la Sala que el artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2013 es claro en el sentido de que para el cómputo de los compromisos que un intermediario de valores puede tener por cuenta de terceros deben tenerse en cuenta las operaciones simultáneas activas y pasivas. En consecuencia, la inculpada debió adecuar sus sistemas internos de control de riesgos dentro de los seis meses que el propio Decreto 2878 de 2013 le otorgó para tal fin, y en caso de duda debió solicitar a lo menos de manera formal una aclaración para tener la certeza de no estar vulnerando la norma y no esperar a que AMV, mediante una Circular, recordara a los intermediarios de valores el cumplimiento de las normas que consagran los límites para los compromisos por cuenta de terceros.

Para la Sala, mal podría, entonces, la encartada hacer valer su propia interpretación de una disposición normativa clara e inequívoca como lo es la norma imputada como violada, cuando, como quedó expuesto, dicho precepto normativo es de interpretación restrictiva pues estableció expresamente, y a manera de números clausus, las circunstancias exceptivas para su aplicación, dentro de las cuales no quedaron comprendidas las operaciones simultáneas activas. Las consideraciones expuestas por la Circular 55 no obedecían a que el Decreto 2878 de 2013 no fuera claro, sino al conocimiento que tuvo el AMV de que algunos sujetos de autorregulación le estaban dando una interpretación errónea.

iii) Finalmente, la inculpada arguyó que *"AMV está faltando al postulado de la buena fe reconocido constitucionalmente y al principio general del derecho que prohíbe actuar en contra de los actos propios"*, porque, según su parecer, el Autorregulador al haber expedido la referida Circular 55 de 24 de septiembre de 2014, reconoció que la norma imputada como violada no era clara, lo cual le impide ejercer su función disciplinaria, legítima en otras circunstancias<sup>18</sup>.

Sobre el particular, esta Sala de Decisión advierte que según la doctrina de los actos propios, a nadie le es lícito invocar un derecho en contradicción con su conducta anterior, más aún cuando quien ejecuta esa conducta es una autoridad. Así, el postulado que prohíbe ir contra los propios actos determinaría que *"un acto de ejercicio de un derecho subjetivo o de una facultad que contradice el sentido que, conforme a la buena fe, ha de darse a la conducta anterior del titular constituye una extralimitación"*; por tanto, la aplicación de la doctrina se traduciría en la inadmisibilidad de la pretensión contradictoria, entendiendo como pretensión *"el acto de ejercicio de un derecho subjetivo o de una situación de poder frente a otra persona"*<sup>19</sup>.

La Corte Constitucional ha establecido que *"el respeto del acto propio requiere de tres condiciones para que pueda ser aplicado: a. Una conducta jurídicamente anterior, relevante y eficaz. b. El ejercicio de una facultad o de un derecho subjetivo por la misma persona o centros de interés que crea la situación litigiosa, debido a la contradicción -atentatorio de la buena fe- existente entre ambas conductas. c. La identidad del sujeto o centros de interés que se vinculan en ambas conductas"*<sup>20</sup>.

Para esta Sala de Decisión, no está acreditada la existencia de ninguno de los requisitos de procedencia de la aplicación de la doctrina del respeto por los actos propios, pues echa de menos la existencia de una conducta anterior jurídicamente relevante que hubiere suscitado en la investigada una confianza tal que le creara la convicción de que las operaciones simultáneas activas no debían computarse para el establecimiento de los límites establecidos para los compromisos por cuenta de terceros para los intermediarios de valores. Por el contrario, como se explicó, lo que existe es una disposición normativa expresa

<sup>18</sup> Folio 0000103 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>19</sup> MESA VALENCIA, Andrés Fernando. *"El principio de la fe: el acto propio y la confianza legítima. Hacia una teoría del precedente administrativo en Colombia"*. Universidad de Antioquia. Medellín, 2013. p.p. 48 y s.s.

<sup>20</sup> Cf. Corte Constitucional, sentencia T-295 de 1999. M.P. Alejandro Martínez Caballero.

(artículo 2.36.3.3.2 del Decreto Único), que no contempla este tipo de negociaciones dentro de las circunstancias de excepción.

Por lo demás, para la Sala, la naturaleza prudencial de la norma que contempla los límites de los compromisos de recompra por cuenta de terceros, exige de la disciplinada la implementación de controles adecuados que le permitan advertir los eventuales riesgos de incumplimiento y, por ende, evitar que en lo sucesivo se repitan circunstancias que podrían poner en riesgo los recursos de los clientes, su solvencia empresarial y la estabilidad del mercado, en general.

### **5.3. Sobre la importancia de establecer sistemas de control de riesgo para evitar la transgresión de los límites de compromisos de recompra por cuenta de terceros**

Si bien esta actuación disciplinaria no tiene por objeto valorar la suficiencia y el adecuado funcionamiento de los sistemas de control de riesgo –en particular el de contraparte- eventualmente implementados por la disciplinada, es importante llamar la atención en el sentido de que la adopción y puesta en práctica de tales sistemas es fundamental para el funcionamiento seguro de la firma comisionista y del mercado en su conjunto.

Para la Sala, en consecuencia, es de especial relevancia insistir en la necesidad de que los intermediarios de valores implementen mecanismos y elaboren directrices que les permitan identificar y medir los riesgos a que se ven expuestos en el desarrollo de su actividad profesional, entre ellos los asociados al incumplimiento de los límites normativos para la celebración de ciertas operaciones y al impacto que ello puede acarrear, según se indicó, a su liquidez y su solvencia y, consecuentemente, a los intereses de los inversionistas. Es determinante, por ende, que tales entidades convivan y fomenten una cultura dentro de un ambiente efectivo de control, que como se ha indicado y se reitera, les permita identificar y medir los riesgos a los cuales se expone su actividad, detectar desviaciones y efectuar correctivos en el ejercicio y cumplimiento de sus funciones.

Para la Sala es claro entonces que un mercado caracterizado por la existencia de sistemas transaccionales electrónicos e inmensos volúmenes de negociación, exige un sistema de control de límites como el establecido para la celebración de operaciones simultáneas (activas y pasivas), de forma automatizada. La eficacia de la observancia de este límite y su control, como el de toda regulación prudencial, no es valorable por la suma individual de todos los casos en que se aplica, sino por la seguridad para la autoridad y para el mercado de su indefectible aplicación. La cultura del control no apunta a eliminar el concepto de "riesgo" en el mercado, pero sí se convierte en una consigna y un deber en la actividad actual de intermediación de valores y se erige a su vez en una herramienta para fomentar la construcción de confianza en el inversionista y para el mejor posicionamiento mismo del intermediario en el mercado. Nada es infalible, pero los sistemas de control de riesgos en mercados como el bursátil,

deben tender a serlo y, en todo caso, deben tener el mínimo de tolerancia a fallas.

En ese orden de ideas, como lo relevante para la autoridad y para el mercado es la seguridad de que las regulaciones prudenciales como las que se analizan se apliquen indefectiblemente en todos los casos, la Sala solicita al Autorregulador realizar un seguimiento a la encartada, con el fin de verificar que efectivamente se hayan implementado controles adecuados para garantizar el cumplimiento de los límites establecidos, medida que debe ser evaluada por AMV, en ejercicio de sus funciones de supervisión.

#### **5.4. Conclusión**

La Sala encuentra suficientemente sustentado en la presente actuación disciplinaria el exceso al límite normativo al que se venido haciendo mención, por parte de la sociedad comisionista de bolsa BTG Pactual S.A., sin que se haya acreditado la existencia de una causa extraña, como el caso fortuito o la fuerza mayor, para excluir su responsabilidad. Igualmente, halló demostrado que la disciplinada incumplió el deber que tenía de remitir, dentro de los cinco días siguientes al incumplimiento, un informe de las medidas adoptadas para mitigarlo, así como un plan de ajuste para evitar que en futuro se presentaran nuevos excesos.

Así las cosas, luego de ponderar discrecional, pero motivadamente, todas estas circunstancias, según el juicio y valoración que exige el artículo 85 del Reglamento de AMV y con arreglo a los principios de proporcionalidad y efecto disuasorio que prevé el artículo 80 ibídem, se impondrá a **BTG Pactual S.A Comisionista de Bolsa** la sanción de **MULTA de TREINTA MILLONES DE PESOS MONEDA LEGAL (\$30.000.000.00)**, la cual se estima proporcional a la gravedad de la falta que cometió.

En mérito de lo expuesto, la Sala de Decisión "2", integrada por los doctores Alfredo Botta Espinosa, su presidente, Stella Sofía Vanegas Morales y Antonio José Núñez Trujillo, de conformidad con lo dispuesto en el Acta 299 de 17 de febrero de 2015 del Libro de Actas de las Salas de Decisión, por unanimidad,

#### **RESUELVE**

**ARTÍCULO PRIMERO: IMPONER** a BTG PACTUAL S.A. COMISIONISTA DE BOLSA, una sanción de **MULTA** por valor de **TREINTA MILLONES DE PESOS MONEDA LEGAL (\$30.000.000.00)**, en los términos del artículo 82 del Reglamento de AMV, por la violación a las normas relacionadas en esta Resolución, de acuerdo con las consideraciones expuestas en la parte motiva de esta providencia.

**ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR** a BTG PACTUAL S.A. COMISIONISTA DE BOLSA que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 82 del Reglamento de AMV, 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 del Banco de Bogotá número AH 5427 033 – 05542 – 7, el cual deberá acreditarse ante la Secretaría del Tribunal Disciplinario, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 82 del Reglamento de AMV.

**ARTÍCULO TERCERO: 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 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**

**ALFREDO BOTTA ESPINOSA**  
**PRESIDENTE**

**ISABEL DEL PILAR JIMÉNEZ FONSECA**  
**SECRETARIA AD HOC**