

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA –AMV–

TRIBUNAL DISCIPLINARIO

SALA DE DECISIÓN “8”

Resolución No. 5

Bogotá D.C., 28 de agosto de 2017

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

La Sala de Decisión “8” del Tribunal Disciplinario de AMV, en ejercicio de sus atribuciones legales, estatutarias y reglamentarias, decide en primera instancia el proceso disciplinario No. 02-2016-396 adelantado en contra de Global Securities S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa (en adelante “la investigada”, “Global”, “la SCB” o “la sociedad comisionista”).

I. ANTECEDENTES

1.1. Aspectos Procesales.

1.1.1. El 18 de agosto de 2016, el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (en adelante AMV), en ejercicio de las facultades establecidas en el artículo 57 de su Reglamento¹, envió solicitud formal de explicaciones² a la investigada.

1.1.2. El 28 de septiembre de 2016, la investigada presentó sus explicaciones³.

1.1.3. El 31 de marzo de 2017, AMV formuló pliego de cargos contra la investigada⁴.

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

² Folios 02 al 44 Carpeta de actuaciones finales.

³ Folios 50 al 77 Carpeta de actuaciones finales.

⁴ Folios 92 al 148 Carpeta de actuaciones finales.

1.1.4. La sociedad comisionista presentó sus descargos⁵ el 3 de mayo de 2017. Adicionalmente solicitó aplicar el artículo 73 del Reglamento de AMV⁶.

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

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

1.2. Síntesis de los hechos.

Para AMV, la investigada, en su calidad de sujeto autorregulado, celebró operaciones en posición propia sobre la especie BTRO149SA (Bonos AAAA), entre el 21 de agosto de 2014 y el 27 de febrero de 2015. En virtud de dichas operaciones, según lo indica el pliego de cargos, la SCB compró nominales de dicho título a algunos de sus clientes, para, posteriormente, venderlos a otros clientes. Como resultado de estas operaciones obtuvo un diferencial por los márgenes de negociación.

Por lo anterior, AMV, en ejercicio de sus funciones de supervisión⁷, requirió a la investigada para que allegara información relacionada con las operaciones que fueron realizadas en el periodo indicado, y practicó una visita de supervisión a la comisionista entre el 31 de mayo y el 7 de junio de 2016, en virtud de lo cual se formularon los requerimientos CAMV-05 del 21 de junio y CAMV-06 del 7 de julio de 2016 para complementar la información sobre tales operaciones, que pueden resumirse de la siguiente forma:

- i) El 21 de agosto de 2014, actuando en posición propia, la investigada compró a su cliente BBBB Colombia S.A.S. un total de \$996.027.360 nominales

⁵ Folios 209 a 240 de la Carpeta de actuaciones finales.

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

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

⁷ Reglamento de AMV - Artículo 10. Función de supervisión: "c. Diseño y ejecución de visitas generales o selectivas a los sujetos de autorregulación, al igual que adelantar visitas especiales a dichos sujetos, en relación con sus actividades de intermediación en el mercado de valores; d. Requerimiento de información a los sujetos de autorregulación y a terceros, por cualquier medio, en relación con la celebración de operaciones en el mercado de valores y otras formas de intermediación en dicho mercado; e. Evaluación de las quejas presentadas por los sujetos de autorregulación, clientes de éstos y terceros y adelantar las averiguaciones necesarias; f. Diseño e implementación de sistemas de alertas para identificar operaciones irregulares celebradas o registradas en el mercado de valores; g. Celebración de planes de ajuste y desempeño con el fin de elevar los estándares de conducta y operación en el mercado de valores; h. Llevar a cabo una gestión de supervisión preventiva con el fin de evitar la ocurrencia de infracciones".

de bonos AAAA, a una tasa de 19,211%, por un valor de giro de \$640.684.639. En la misma fecha, la comisionista vendió el mismo nominal a una tasa de 16,724% por un valor de giro total de \$720.944.524 a sus clientes CCCC, DDDD, EEEE, FFFF, GGGG, HHHH, IIII, JJJJ, KKKK, LLLL, MMMM y NNNN. Producto de dichas operaciones, Global obtuvo un diferencial de \$80.259.885 como consecuencia de la diferencia en las tasas de negociación de compra y venta.

La operación de compra se ejecutó en el mercado transaccional de la Bolsa de Valores de Colombia (Rueda DEES), mientras que las operaciones de venta se cerraron en el mercado OTC (Rueda TRD).

Finalmente, recalca AMV que, según los formatos de vinculación, los clientes mencionados fueron catalogados por la SCB como clientes inversionistas.

- ii) El 18 de septiembre de 2014, GLOBAL adquirió en posición propia \$232.654.152 nominales de bonos AAAA que le vendió su cliente inversionista Daniel José Hernández Uribe, a una tasa de 19,395% y por un valor de giro de \$149.868.825. El mismo día, un minuto después de ejecutada la operación de compra, vendió el mismo valor nominal a sus clientes inversionistas Compañía Myr SAS y José Samuel Zuluaga Naranjo, a una tasa de 16,893% por un valor de giro total de \$168.564.913, lo que le generó un diferencial por margen de negociación \$18.696.088. Adicionalmente, por la operación de compra cobró una comisión de \$500.562. Indica el pliego que, como consecuencia de dichas operaciones, "[l]a utilidad de la SCB fue de \$19.196.650". Estas operaciones se cerraron en el mercado mostrador (Rueda TRD).
- iii) El 26 de diciembre de 2014, GLOBAL, actuando en posición propia, vendió \$35.678.592 nominales de bonos de la especie mencionada, a su cliente inversionista José Gabriel Sanín Arango, a una tasa de 18,478% y un valor de giro de \$25.231.543. Posteriormente, aproximadamente una hora después de realizar la primera operación, compró a sus clientes inversionistas Luz Elena Hormiga León, Claudia Bohórquez Rusinque y Daniel Andrés Leaño Ferreira la misma cantidad nominal de bonos a una tasa de 21,912% por un valor de giro de \$21.763.941. Adicionalmente, la SCB cobró comisiones por \$450.078 en las operaciones de compra. Producto de estas operaciones "[l]a utilidad de la sociedad comisionista ascendió a 3.917.680". Las operaciones descritas se ejecutaron en el mercado OTC (Rueda TRD)
- iv) Dicha estrategia de negociación se replicó en las operaciones celebradas el 18 de diciembre, en las que la SCB compró en dos operaciones, en las que actuó como contraparte de su cliente inversionista Juan Felipe Martínez Umaña y de su cliente profesional Bernardo Henao Riveros, \$199.205.472 nominales de la especie BTRO149SA, por un valor de giro de \$124.907.658; para, posteriormente, el 22 y 30 del mismo mes, venderlos por un valor de giro de \$152.162.854 a sus clientes inversionistas Nicolás López Eusse y Holdaug S.A.S.

Las operaciones de compra se realizaron en el mercado transaccional, mientras que las de venta se cerraron en el mercado mostrador. Indica el pliego que "[c]on ocasión de la celebración de las operaciones mencionadas en las condiciones descritas, GLOBAL obtuvo una utilidad de \$27.255.196".

- v) Finalmente, el 27 de febrero de 2015, la SCB ejecutó 6 operaciones, 5 de compra y una de venta, sobre \$22.299.120 nominales de la especie ya mencionada. Las compras, según da cuenta el pliego, se cerraron a una tasa de 22,729% y a un valor de giro de \$13.379.472; mientras que la venta del mismo valor nominal, se liquidó a una tasa de 16,838% y a un valor de giro de \$17.260.411. Según indica AMV, producto de estas operaciones GLOBAL obtuvo "una utilidad de \$3.880.939 para su posición propia". Adicionalmente, según el pliego, por las operaciones de venta la SCB cobró comisiones por \$750.254.

Todas las operaciones descritas las celebró la posición propia de GLOBAL en el mercado transaccional (rueda DEES) teniendo como contraparte a 6 de sus clientes inversionistas. Adicionalmente, indica que la tasa publicada por el proveedor de precios PIP para el papel objeto de negociación se ubicó en 19,690%.

1.3. Cargos imputados

AMV consideró que la investigada incurrió en las siguientes conductas:

1.3.1. Tratamiento inequitativo frente a los clientes, por conducto de la vulneración del artículo 36.5 del Reglamento de AMV.⁸

Como sustento de la vulneración de las disposiciones relacionadas con este cargo, AMV expuso que la investigada, en la celebración de las operaciones ejecutadas el 27 de febrero de 2015, incumplió la obligación de suministrar a sus clientes información "objetiva y veraz", ya que brindó "información asimétrica a los clientes vendedores y a la cliente compradora, en particular en lo que tiene ver (sic) con información relacionada con los riesgos y beneficios asociados con los bonos especie BTRO149SA"⁹. Lo anterior, ya que a los clientes vendedores les manifestó "la posibilidad de [incurrir] en una pérdida mayor en el evento en que se quedarán (sic) con el título", mientras que a la cliente compradora le resaltó de los beneficios que implicaba invertir en dicho título, "sin que le haya hecho alguna manifestación en torno a los riesgos que comportaba la misma"¹⁰.

⁸ Reglamento de AMV – Artículo 36.5 (Artículo adicionado por el Boletín Normativo 09 de AMV del 6 de octubre de 2008, aprobado mediante Resolución 1591 de la SFC y entró en vigencia el 7 de octubre de 2008). Tratamiento equitativo: "Los sujetos de autorregulación deberán asegurar un tratamiento equitativo a los clientes y demás participantes del mercado".

⁹ Folio 132 de la carpeta de actuaciones finales.

¹⁰ *Ibíd.*

1.3.2. Desconocimiento del deber de lealtad, como consecuencia de la violación del literal d) del artículo 7.6.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010¹¹ y de los artículos 37.2¹² y 37.3¹³

Para AMV, la SCB incurrió en el desconocimiento de los artículos mencionados, entre otras consideraciones, porque en las operaciones ejecutadas el 27 de febrero de 2015, *"no solo no reveló toda la información de carácter material a sus clientes, sino que adicionalmente les dio a conocer información inexacta acerca de las condiciones de las operaciones"*¹⁴, y, a pesar de lo anterior realizó la operación de compraventa, sin tener en cuenta que, según las normas del mercado de valores, *"los intermediarios tienen prohibido realizar cualquier tipo de negociación respecto de la cual el inversionista pueda tener un entendimiento equivocado"*¹⁵

1.3.3. Desconocimiento de las obligaciones de información en el mercado mostrador, por la vulneración de los artículos 7.4.1.1.5 del Reglamento de AMV¹⁶, 45.1 del Reglamento de AMV¹⁷ y del numeral 4.1. del Capítulo II del Título II de la Parte III de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia¹⁸.

¹¹ Decreto 2555 de 2010 – Literal d), artículo 7.6.1.1.3. Principios orientadores: *"Para los efectos del presente decreto se consideran principios orientadores en relación con los conflictos de interés y el manejo de información privilegiada los siguientes: (...) d) Lealtad: Se entiende por tal la obligación que tienen los agentes de obrar simultáneamente de manera íntegra, franca, fiel y objetiva, con relación a todas las personas que intervienen de cualquier manera en el mercado. Entre otras conductas, son expresión del principio de lealtad: (i) abstenerse de obrar frente a conflictos de interés; (ii) abstenerse de dar información ficticia, incompleta o inexacta; (iii) omitir conductas que puedan provocar por error la compra o venta de valores y (iv) evitar participar bajo cualquier forma en operaciones no representativas del mercado"*.

¹² Reglamento de AMV – Artículo 37.2. Correcto entendimiento de los negocios: *"En la propuesta, discusión y cierre de cualquier negocio, las personas naturales vinculadas a los miembros deberán tomar todas las precauciones en orden a lograr de cualquiera de los participantes del mercado un correcto entendimiento sobre la naturaleza, alcance y condiciones del negocio, en especial, las siguientes: a. La identificación del miembro en nombre del cual se está actuando y la calidad específica en que actúa la persona natural vinculada, a fin de evitar cualquier riesgo de confusión de contraparte; b. Si el miembro actúa en posición propia o por cuenta de terceros; c. El recíproco conocimiento de todos los elementos necesarios para el cierre de la operación; y d. La revelación de toda información material o relevante para el cierre del negocio, a menos que la información sea reservada"*.

¹³ Reglamento de AMV – Artículo 37.3. Situaciones de desinformación o mal entendimiento: *"Los sujetos de autorregulación no deben adelantar cualquier relación de negocios en la cual exista desinformación, o mal entendimiento sobre la transacción específica o sobre el alcance de las responsabilidades del miembro"*.

¹⁴ Folio 137 de la Carpeta de actuaciones finales.

¹⁵ Folio 134 de la Carpeta de actuaciones finales.

¹⁶ Decreto 2555 de 2010 – Artículo 7.4.1.1.5. Deberes adicionales de información respecto de los "clientes inversionistas" contrapartes en el mercado mostrador: *"En desarrollo del deber de información consagrado en el presente Libro, cuando los intermediarios de valores actúen como contraparte de 'clientes inversionistas', deberán informarlos de manera específica sobre los elementos y las características de la operación"*.

¹⁷ Reglamento de AMV – Artículo 45.1. Información general: *"Los sujetos de autorregulación deberán, al inicio de la relación comercial, informarle específicamente al cliente sobre las implicaciones de ser su contraparte."*

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

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

¹⁸ Circular Básica Jurídica de la SFC – Numeral 4.1 del Capítulo II del Título II de la Parte III. Cumplimiento de los deberes consagrados respecto de contrapartes que tengan la calidad de 'clientes inversionistas': *"Los intermediarios de valores que realicen operaciones sobre valores de renta fija en el mercado mostrador con una persona que tenga la calidad de 'cliente inversionista' deben establecer, mantener y hacer cumplir políticas y procedimientos escritos para el tratamiento de éstas contrapartes de*

Según manifiesta AMV en su pliego de cargos, la SCB incurrió en la vulneración de los artículos mencionados, toda vez que actuó como contraparte de 13 de sus clientes inversionistas en el mercado mostrador, sin haberles informado previamente acerca de dicha condición, ni sobre las obligaciones y deberes del intermediario al actuar desde su posición propia. Adicionalmente, indica que en ninguno de los medios verificables que obran en el proceso se pudo establecer que dichos clientes hubiesen *"impartido su autorización para ser tratados como contraparte de su intermediario en el mercado mostrador"*¹⁹.

1.3.4. Desconocimiento de las obligaciones de GLOBAL en materia de conflicto de interés, como consecuencia de la violación de los artículos 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010²⁰, 36.3²¹ y 38.3²² del Reglamento de AMV, y del Código de buen gobierno de la misma comisionista, en relación con las políticas para la identificación, manejo y administración de conflictos de interés, y las relaciones con los clientes.

El Instructor resaltó que ante la existencia de dos o más intereses que estén contrapuestos entre sí, le está vedado a los intermediarios de valores privilegiar uno de tales intereses. En el caso particular de la investigada, su código de gobierno corporativo además le exigía *"no anteponer la compra/venta de títulos o valores de GSC en desarrollo de sus operaciones por cuenta propia a los de los clientes de características iguales"*, además de imponer una obligación de no hacer, consistente en abstenerse de *"actuar anticipadamente por cuenta propia conociendo la próxima*

conformidad con los principios establecidos en el numeral 2 del presente capítulo, y con los deberes consignados en los artículos 7.4.1.1.4 y 7.4.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010. Estas políticas y procedimientos deben evitar que se realicen operaciones por cuenta propia en el mercado mostrador con contrapartes 'clientes inversionistas', cuando éstos tengan la expectativa de ser tratados por el intermediario de valores con el mayor grado de protección. De manera previa al cierre de una operación por cuenta propia en el mercado mostrador con un 'cliente inversionista', dicho cliente debe: ser informado expresamente de que el intermediario está actuando como su contraparte; conocer y entender los riesgos, obligaciones y deberes del intermediario de valores y, aceptar que la operación se cierre en estas condiciones".

¹⁹ Folio 139 de la Carpeta de actuaciones finales.

²⁰ Decreto 2555 de 2010 - Artículo 7.3.1.1.2. Deberes especiales de los intermediarios de valores: "Los intermediarios de valores deberán cumplir con los siguientes deberes especiales: (...) 2) Deberes frente a los conflictos de interés. Sin perjuicio de lo dispuesto en normas de naturaleza especial, los intermediarios de valores deberán establecer y aplicar consistentemente principios, políticas y procedimientos aprobados por su junta directiva, o el órgano que desarrolle funciones equivalentes, para la detección, prevención, manejo de conflictos de interés en la realización de operaciones de intermediación (...)"

²¹ Reglamento de AMV – Artículo 36.3 (Artículo adicionado por el Bolefín Normativo 09 de AMV del 6 de octubre de 2008, aprobado mediante Resolución 1591 de la SFC y entró en vigencia el 7 de octubre de 2008). Responsabilidad por actos de PNV: "Los miembros serán responsables por los actos de las personas naturales vinculadas a éstos y en tal virtud deberán verificar que toda persona que comprometa al intermediario en un negocio determinado tiene las facultades necesarias para hacerlo. Lo anterior, sin perjuicio de la responsabilidad que le pueda asistir a la persona natural vinculada".

²² Reglamento de AMV – Artículo 38.3 (Artículo adicionado por el Bolefín Normativo 09 de AMV del 6 de octubre de 2008, aprobado mediante Resolución 1591 de la SFC y entró en vigencia el 5 de abril de 2009). Prevención y administración: "Los sujetos de autorregulación deberán prevenir la ocurrencia de conflictos de interés. Si no fuere posible prevenir una situación de conflicto de interés, los sujetos de autorregulación deberán administrar cada caso de manera idónea, sin perjuicio de lo establecido en las normas de naturaleza especial. Para esto, cada miembro adoptará las políticas e implementará procedimientos, tales como: a. Revelación al superior Jerárquico o cualquier otra persona al interior de la entidad y/o órgano de control designado para el efecto. b. Revelación previa a las partes afectadas. c. Obtención de autorización previa de las partes afectadas. d. Prohibición o abstención para actuar frente al conflicto de interés.

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

actuación de clientes o de inducir a la actuación de estos últimos en beneficio propio, o de otros clientes"²³.

En concreto, para AMV la comisionista se encontraba en la obligación de prevenir y administrar adecuadamente las situaciones de conflicto de interés, lo que implicaba que debía abstenerse de inducir actos de sus clientes para obtener beneficio propio, y abstenerse de anteponer la compraventa de títulos o valores de GLOBAL, en desarrollo de operaciones en cuenta propia, a la de los clientes, cuando haya iguales características.

AMV hizo especial relieve en las circunstancias que se repitieron en el curso de las operaciones realizadas entre agosto de 2014 y febrero de 2015, a través de la transcripción de las conversaciones que reposan en los medios verificables y de las cuales se hará mención en detalle más adelante.

Con todo, por vía de ejemplo, el Instructor indicó que en las operaciones del 27 de febrero de 2015 la sociedad comisionista *"indujo a los clientes"* a vender los bonos que tenían en sus portafolios, *"con la finalidad de beneficiar la cuenta propia de la SCB"*²⁴. Para demostrar esa afirmación, el Instructor se apoyó en los medios verificables allegados al expediente, encontrando estos elementos comunes²⁵:

- a) Los funcionarios que tuvieron contacto con los clientes tenedores de los bonos anunciaron la buena noticia de haber encontrado un comprador de los papeles;
- b) Seguidamente, les fue recomendado a cada uno de los inversionistas vender los mencionados títulos *"bajo el argumento de que no venderlos en ese momento"* implicaría una pérdida mayor, o incluso podrían no venderlos en el futuro.
- c) Se les informó a los clientes sobre la existencia de un comprador, *"pero que debido a la poca liquidez y a la clasificación CCC del título, debía aplicarse un porcentaje de descuento"*.
- d) Las operaciones de compra y venta fueron contra la posición propia de la investigada, pero no se les informó esa situación a los clientes.
- e) AMV encontró manifestaciones de inconformidad de algunos clientes, por la pérdida producida en las operaciones.

1.4. Descargos.

La investigada, dentro de la oportunidad procesal para ello, presentó sus descargos, ratificando, lo que indicó al momento de presentar las explicaciones formales. Negó, en primer lugar, la materialización de las conductas imputadas y, a renglón seguido, reiteró la defensa inicialmente propuesta, en la forma en que a continuación se sintetiza.

²³ Folio 141 de la carpeta de actuaciones finales.

²⁴ Folio 142 de la carpeta de actuaciones finales.

²⁵ Folios 142 a 144 de la carpeta de actuaciones finales.

1.4.1. Con esta actuación AMV duplica las funciones propias de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y eventual violación de los principios '*non bis in idem*' y cosa juzgada.

Para la comisionista, por regla general, corresponde al legislador asignar las competencias a los diferentes órganos del Estado o a las entidades privadas (entre las que se incluyen los organismos de autorregulación). El ejercicio de esa función de asignación de competencias implica la conjunción de los elementos de legalidad, imperatividad, inmodificabilidad, indelegabilidad y su carácter de pertenecer al orden público jurídico, que, por contera, hace también inmodificables las cláusulas de competencia.

Indicó la investigada que la coexistencia de actuaciones en la Superintendencia Financiera y en AMV implica una inseguridad jurídica, ya que se trata de dos jurisdicciones (una de naturaleza privada y otra de origen público) que "pone en jaque" a la sociedad investigada, porque deberá cumplir y pagar "dos sanciones por los mismos hechos a dos entidades", afectándose su patrimonio, liquidez y riesgo reputacional.

Resaltó la forma en que el artículo 73 del Reglamento de AMV permite la terminación administrativa de los procesos y la manera en que el Decreto 1565 de 2006 buscó evitar la duplicidad de funciones.

Agregó que existe cosa juzgada porque "*varias de las conductas objeto del presente pliego de cargos*" sirvieron como "*sustento fáctico*" para que le fuese impuesta una sanción por parte de la Superintendencia Financiera, mediante la Resolución 1625 del 27 de diciembre de 2016.

La investigada trajo a colación algunos fragmentos del mencionado acto administrativo, en particular frente al manejo de conflictos de interés, desconocimiento del deber de lealtad, trato inequitativo a los clientes, predicando coincidencia sustancial en tales argumentos.

Precisó que, en concreto, para el Mercado de Valores la Ley 964 de 2005 permitió la participación de los organismos de autorregulación, que debían cumplir sus funciones "*en los términos y condiciones que determine el Gobierno Nacional*", es decir, lo dispuesto por el Decreto 1565 de 2006, por lo que la duplicidad de actuaciones quebranta, así mismo, los principios de economía y celeridad.

Clamó por la utilización de herramientas como la "*acumulación de expedientes*", para que sea una sola investigación. Por tal motivo, pidió la terminación administrativa de la presente actuación.

1.4.2. Pronunciamiento de la investigada sobre los cargos formulados

En relación con los cargos, comenzó por decir la investigada que, si bien el tema de asesoría no fue investigado ni reprochado, consideraba necesario tener en cuenta las características que rodearon las negociaciones sobre los bonos AAAA desde su origen.

La explicación anunciada la hizo a través de la reproducción del prospecto de información suministrada a los clientes, en la que se incluía la historia de la emisión de los bonos y la evolución de la calificación crediticia de los papeles. Adicionalmente, se refirió a los efectos de la variación de la valoración de los bonos y la fuente de recursos para el pago de los intereses.

Para la comisionista, los bonos negociados "*no eran como cualquier otra especie que se pueda operar en el mercado de valores (...) era un caso atípico y con especiales características, que llevaron a GLOBAL a diseñar toda una estrategia corporativa que tenía como objetivo, crear todo un mercado para estos títulos, buscar los clientes interesados en la venta y compra de los títulos que para la época de la negociación eran ilíquidos*"²⁶

Ahora bien, de la lectura del escrito de descargos presentado por la investigada, entre otras consideraciones, se pueden extraer los siguientes argumentos que buscan desvirtuar los cargos imputados por AMV:

- i) Sobre el cargo de trato inequitativo frente a los clientes, la investigada manifestó que los clientes eran quienes buscaban ejecutar las operaciones realizadas, y conocieron las condiciones, tasas y costos económicos y financieros de las operaciones objeto de investigación.
- ii) Respecto al supuesto desconocimiento del deber de lealtad, manifestó que en las operaciones reprochadas "*se contó con la orden expresa y previa y en todos los casos como lo demuestran las grabaciones respectivas, el ABC de los Bonos AAAA y el Disclaimer, se brindó la asesoría de manera completa y clara sobre el títulos (sic) y los riesgos asumido por el cliente (...) [por lo que] GLOBAL no faltó (sic) en ningún momento a los deberes de diligencia y lealtad*". Adicionalmente, indicó que "*frente a estos clientes se hicieron varias reuniones presenciales en donde se les puso en conocimiento de la información general de estos Bonos AAAA*"²⁷.
- iii) Frente al desconocimiento de las obligaciones de información en el mercado mostrador, la investigada indicó que "*GLOBAL se encontraba legitimada para intervenir en las referidas operaciones*"²⁸. Indicó que operar en cuenta propia no se encuentra prohibido, y que, por el contrario, la normatividad del mercado de valores permite que los intermediarios cierren este tipo de negocios.

Por último, indicó que al ejecutar las operaciones en cuenta propia, cumplió con las obligaciones a las que estaba sometida, ya que recibió debidamente las órdenes, las registró en el libro de operaciones y dejó expresa constancia de que las mismas se realizaron contra la cuenta propia de la comisionista, y "*designó a un representante legal de la entidad, para que se encargara de manera preferencial y prioritaria de las operaciones*

²⁶ Folio 231 de la Carpeta de actuaciones finales.

²⁷ Folio 235 de la Carpeta de actuaciones finales.

²⁸ *Ibidem*.

por cuenta propia"²⁹; por tanto, a su parecer, cumplió lo dispuesto en la normatividad vigente.

- iv) Finalmente, frente al cargo relacionado con el presunto desconocimiento de las obligaciones en materia de conflictos de interés, citó jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia para indicar que *"para que se produzca la falta es menester que se contrapongan los intereses y no las personas"*³⁰. Así mismo, indicó que no existió conflicto de interés ya que no se probó: a) el interés directo, es decir, *"el efecto inmediato que se produzca en forma especial respecto de la firma comisionista"*; b) el interés particular, es decir, *"la intención o voluntad de obtener una ventaja o provecho de obtener una reparación, enriquecerse o exonerarse de alguna desventaja; o c) "un interés que perturbara el ánimo de la sociedad, a tal punto que fuera el motivo que la lleva a adoptar una decisión determinada"*.

Para la SCB, para entender que existe conflicto de interés debe demostrarse que los intereses de las partes sean contrarios, que la SCB no ajuste su conducta a la normatividad aplicable para la realización de operaciones del mercado bursátil y que esto le implique privilegiar sus propios intereses; además de que el sujeto autorregulado tenga *"el poder de manera unilateral para tomar decisiones relevantes o de incidir en ellas"*.

Adicionalmente, manifestó que la existencia de un conflicto de interés no es *per se* sancionable, ya que *"lo que es objeto de censura es no evitar el conflicto cuando ello es posible, o administrarlo de una manera indebida"*. Por este motivo, indicó que la SCB contaba, para la época de los hechos, con políticas y procedimientos especiales para las operaciones que se realizaran con los Bonos AAAA, los cuales fueron aplicados de manera rigurosa. Por otra parte, frente a la administración de los conflictos, indicó que *"se contó con la orden expresa y previa y (...) se brindó asesoría de manera completa y clara sobre los títulos y riesgos asumidos por el cliente"*. Por tanto, concluyó, no se incurrió en desconocimiento de las normas que regulan los conflictos de interés, por lo que la firma comisionista se encontraba *"legitimada"* para *"obtener una utilidad económica para sí"*

La SCB concluyó su escrito de descargos manifestando que no existió materialización en la conducta, ya que *"hablar dentro del pliego de pérdidas o utilidades, es como tomar la parte final de la foto y extenderla como un hecho cierto y permanente"*, ya que de esta manera no se tienen en cuenta la evolución de la valoración del título. Para GLOBAL, *"las pérdidas que se materializaron para algunos clientes, no tiene (sic) como efecto directo que GLOBAL haya sido contraparte en estas operaciones (...) las mismas se dieron para los clientes que vendieron, debido a que las compras de los bonos AAAA fueron realizadas en la emisión primaria y antes de que el Bono AAAA perdiera la calificación que tenía inicialmente"*. Sumado a lo anterior, para la SCB los clientes no incurrieron en pérdidas, ya que los clientes que los tenían en su portafolio recibieron rentabilidad.

²⁹ Folio 237 de la Carpeta de actuaciones finales.

³⁰ Folio 233 de la Carpeta de actuaciones finales.

Por las anteriores consideraciones, y argumentando la ausencia de queja o reclamo por parte de sus clientes, GLOBAL solicitó al Tribunal Disciplinario la desestimación de los cargos imputados.

II. CONSIDERACIONES DE LA SALA

2.1. Competencia.

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

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

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 del mencionado reglamento, la *"normatividad aplicable"* hace referencia a las normas del mercado de valores, los reglamentos de autorregulación y las reglas emitidas por los administradores de mercados.

Así las cosas, como la sociedad investigada es un miembro de AMV y en el pliego de cargos se imputa la vulneración de normas propias de la intermediación de valores, surge evidente la competencia de la Sala de Decisión para pronunciarse de fondo sobre este asunto.

2.2. De la caducidad.

El párrafo del artículo 74 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 31 de marzo de 2017, y en virtud de la solicitud de prórroga para presentar descargos que elevó la investigada, el límite con que contaba la sociedad comisionista para pronunciarse al respecto venció el 2 de mayo del mismo año. En consecuencia, la oportunidad con que cuenta la Sala de Decisión para proferir una decisión sancionatoria no vence antes del 1 de mayo 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 preliminares

Previo a analizar y emitir decisión frente a los cargos formulados a la investigada, estima conveniente la Sala pronunciarse respecto de los argumentos de defensa de GLOBAL que se refieren a la solicitud de terminación administrativa del proceso disciplinario y a la supuesta duplicidad de funciones que alega la defensa se presenta entre la Superintendencia Financiera de Colombia y AMV.

2.3.1. Terminación administrativa del proceso disciplinario.

Como se indicó³¹, la SCB solicitó en su escrito de descargos que el Tribunal Disciplinario diera aplicación a lo preceptuado en el artículo 73 del Reglamento de AMV. Con el fin de fundamentar su solicitud, la investigada suministró copia de la Resolución proferida en primera instancia por la Superintendencia Financiera de Colombia.

De acuerdo con lo establecido por la disposición reglamentaria indicada, se puede dar por terminado administrativamente un proceso disciplinario *"si los hechos objeto de investigación lo son también por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia"*.

Ahora bien, para que proceda dicha figura, el artículo es claro en indicar que cuando el proceso se encuentra en etapa de decisión, como ocurre en el presente caso, le corresponde al Tribunal Disciplinario decidir sobre la terminación administrativa de la actuación *"previa solicitud que en tal sentido"* formule el presidente, el vicepresidente de cumplimiento y disciplina o el gerente de investigación y disciplina de AMV.

Como se observa, el Tribunal Disciplinario no está facultado reglamentariamente para declarar la terminación administrativa de los procesos disciplinarios que se encuentran en etapa de decisión, sin que antes dicha solicitud sea elevada por los funcionarios de AMV antes indicados. Es decir, la solicitud que en dicho sentido haga el presidente, vicepresidente de cumplimiento y disciplina o el gerente de investigación, da paso a la competencia del Tribunal para pronunciarse y decidir si procede o no la terminación administrativa del proceso disciplinario. Sobre el particular, el Tribunal Disciplinario ha manifestado que *"el Tribunal Disciplinario no puede, motu proprio, dar aplicación a esta figura procesal, aunque se encuentre plenamente acreditado que los hechos bajo su conocimiento son indagados por la Superintendencia Financiera de Colombia"*³².

Ahora bien, en el presente caso, y como ya se indicó, en virtud de la petición formulada en el sentido indicado por la investigada en su escrito de descargos, la Secretaría del Tribunal Disciplinario corrió traslado a la presidente (e) de AMV, para que decidiera, en caso de encontrarlo procedente, si formulaba ante el Tribunal Disciplinario la solicitud de terminación administrativa del proceso disciplinario. Como respuesta a dicho

³¹ Vid. supra, pp. 8.

³² Tribunal Disciplinario de AMV, Sala de Decisión "11". Resolución No. 4 del 5 de mayo de 2015.

traslado, el presidente de AMV no encontró viable solicitar la aplicación de la figura indicada en el presente caso.

En este orden de ideas, no es dable un pronunciamiento frente a la petición formulada por GLOBAL, toda vez que, quien tenía la competencia para solicitar un pronunciamiento del Tribunal Disciplinario, en el sentido de dar aplicación a lo dispuesto en el artículo 73 del Reglamento de AMV, en este caso, era el presidente, quien no consideró viable elevar dicha solicitud, lo que derivó en la falta de competencia del Tribunal para referirse a la posibilidad de terminar anticipadamente este proceso disciplinario.

2.3.2. Duplicidad de funciones entre la Superintendencia Financiera de Colombia y AMV.

Sobre el particular, cabe indicar que el Tribunal Disciplinario de AMV se ha referido³³ en múltiples ocasiones sobre la supuesta duplicidad de funciones en cuanto a la actividad disciplinaria de AMV y los procesos sancionatorios que adelanta la entidad de supervisión.

Al respecto, ha indicado el Tribunal que *"importa precisar que el trámite de procesos disciplinarios por parte de AMV, bajo las circunstancias anotadas, es decir por hechos que también son investigados por el Ente de Control Oficial, se aviene con la ley y los pronunciamientos jurisprudenciales. En efecto, en virtud del artículo 24 de la Ley 964 de 2005 y los artículos 11.4.1.1.2 y 11.4.3.1.5 del Decreto 2555 de 2010, este organismo de autorregulación está facultado para investigar los hechos y conductas de los intermediarios de valores y sus personas naturales vinculadas, que puedan constituir una infracción a las normas del mercado de valores, sujetos sobre los cuales también la Superintendencia Financiera ejerce sus funciones de inspección y vigilancia"*.

A su vez, la Corte Constitucional en la sentencia C-692 de 2007, que definió la constitucionalidad del esquema de autorregulación en el mercado de valores, precisó que esta actividad *"(...) no conlleva delegación de funciones públicas, pues se trata en realidad de un sistema complementario de naturaleza privada que contribuye con el Estado en la misión de preservar la integridad y estabilidad del mercado, la protección de los inversionistas y el cumplimiento de la ley, garantizando que esa actividad económica sea justa, eficiente y transparente. Desde este punto de vista, la autorregulación y la regulación estatal no son actividades excluyentes, pues las dos se articulan entre sí con un propósito común (...) pues, en todo caso, la Superintendencia Financiera está habilitada para ejercer su función pública respecto del mismo sujeto o asunto, sin que se comprometa el principio de non bis in ídem, ya que se trata de competencias distintas que operan en escenarios diferentes. La primera en el ámbito del derecho privado, la segunda en el campo del derecho público". (Subrayado fuera del texto original).*

Adicionalmente, al referirse específicamente al principio del *non bis in ídem* de manera general y no limitándose al escenario de los procesos disciplinarios adelantados con ocasión de la vulneración de las normas que regulan el mercado de valores, la misma

³³ Tribunal Disciplinario de AMV. Resoluciones No. 8 del 28 de septiembre de 2012, 7 del 13 de abril de 2010 y 22 de 31 de julio de 2014.

Corporación indicó que *"Como quiera que el significado primigenio de los principios de non bis in ídem y de cosa juzgada consiste en impedir que los hechos o conductas debatidos y resueltos en un determinado proceso judicial vuelvan a ser discutidos por otro funcionario en un juicio posterior, esta Corporación ha considerado que la relación que debe existir entre los hechos, el objeto y la causa de esos dos procesos debe ser de identidad. En efecto, la jurisprudencia señala que debe tratarse de motivos idénticos, de juicios idénticos, del mismo hecho, del mismo asunto o de identidad de objeto y causa. Así, por ejemplo, la Corte ha estimado que no se violan los principios constitucionales en comento cuando una misma conducta es juzgada por dos jurisdicciones diferentes con base en normas de categoría, contenido y alcance distintos"³⁴.*

Ahora bien, frente al presente caso, es claro que la decisión disciplinaria que se tome respecto a la investigación disciplinaria tiene como sustento las competencias legales y reglamentarias del Autorregulador, y que es evidente la naturaleza disímil de la fuente de competencia de la Superintendencia Financiera de Colombia para adelantar procesos sancionatorios, así como la finalidad de una jurisdicción y la otra.

En el mismo sentido, el Tribunal Disciplinario manifestó que *"[e]l bien jurídico protegido en las dos esferas no es esencialmente idéntico, pues la actividad preventiva y correccional que ejerce la Superintendencia Financiera, resultante de la facultad concedida al legislador en el literal d) del numeral 19 del artículo 150 de la Constitución, y al ejecutivo en el artículo 189, numeral 24, busca la protección del ahorro privado, mientras que la actividad del AMV pretende además proteger la actividad profesional en desarrollo del artículo 26 de la Constitución Política. En temas semejantes la Corte Constitucional ha admitido que para una misma conducta haya sanción penal y disciplinaria, cuando se trate de juicios penales contra funcionarios públicos"*³⁵.

Por los motivos anteriormente esgrimidos, concluye la Sala que la eventual concurrencia de actuaciones disciplinarias en las dos entidades resulta jurídicamente válida sin que por este hecho pueda predicarse configurado un *non bis in ídem*, por lo cual la Sala procederá a revisar de fondo los cargos imputados y los argumentos de la defensa.

2.4. Consideraciones de fondo

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

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

En relación con la observancia de las normas de conflictos de interés, se destaca que este cargo fue sustentado por AMV en el artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, en concordancia con los artículos 36.3 y 38.3 del Reglamento de AMV. Del análisis de

³⁴ Corte Constitucional de Colombia. Sentencia T-162 de 1998. Exp. 149814. M.P. Eduardo Cifuentes Muñoz.

³⁵ Tribunal Disciplinario de AMV. Resolución No. 22 del 31 de julio de 2014.

tales normas se desprende que, en el ejercicio de sus funciones, los sujetos de autorregulación; es decir, los miembros, los asociados autorregulados voluntariamente y sus personas naturales vinculadas, deben evitar situaciones en las cuales sus decisiones puedan poner en riesgo la objetividad y la imparcialidad que debe ser transversal en los negocios que ejecutan, ya sea porque actúen en pro de sus propios intereses o en beneficio de intereses de terceros.

Así, el regulador ha entendido que no siempre es posible evitar que un interés entre en oposición con otro, por lo que, en caso de que esto suceda, se debe administrar esta situación de la mejor manera posible, lo que implica, o bien apartarse de la situación que genera el conflicto, o bien brindarle protección a los intereses que son prevalentes desde lo reglamentario, lo legal o lo constitucional.

Sobre el particular, el Tribunal Disciplinario ha indicado que el conflicto de interés surge *"cuando se enfrentan dos intereses que son incompatibles entre sí, respecto de los cuales el operador no está en la posibilidad de darle privilegio a uno u otro de tales intereses, mucho menos si se trata de la utilidad que puede obtener la comisionista versus la ganancia que puede llegar a obtener el cliente"*.

Ahora bien, para AMV, GLOBAL incurrió en el desconocimiento de las obligaciones en materia de conflicto de interés, ya que debió abstenerse de inducir a sus clientes a celebrar operaciones que generarían un beneficio para su cuenta propia en contra de los intereses de sus clientes.

Según lo indica el pliego de cargos, Global incurrió en dicho desconocimiento, ya que en las operaciones celebradas el 21 de agosto, 18 de septiembre y 26 de diciembre de 2014, y el 27 de febrero de 2015, la cuenta propia de Global celebró operaciones de compra y de venta de la especie BTRO149SA, teniendo como contraparte a varios de sus clientes. Lo reprochable de estas operaciones, según AMV, se concreta en que la sociedad comisionista, administrando su posición propia, no ejecutó las operaciones de compra, sino hasta cuando obtuvo las órdenes de compra por parte de los clientes a los que les iba a vender, es decir, esperó hasta tener acordada la operación contraria³⁶. Adicionalmente indica AMV que, por ejemplo, en las operaciones del 21 de agosto de 2014 la investigada, al momento de tomar las órdenes de compra, manifestó a sus clientes que aún no tenía el título; sin embargo, les informó *"el monto al que sería comprado, la tasa que habrían logrado y, por consiguiente, el valor de giro"*. Para AMV, este hecho demuestra que Global conocía, con anterioridad al cierre de la orden de venta, las condiciones a las cuales se iban a ejecutar las operaciones de compra. Finalmente, indicó el instructor que las operaciones se celebraron como consecuencia de que la investigada indujo a sus clientes a celebrar tanto las

³⁶ Para el caso de las operaciones celebradas el 21 de agosto de 2014, se tiene que 9 de las 12 operaciones de compra fueron impartidas por los clientes antes de la celebración de la operación de venta en que BBBB Colombia S.A.S. vendió a Global Securities los Bonos AAAA. Por otra parte, para las operaciones celebradas el 18 de septiembre de 2014, se repitió la situación, ya que la operación de venta en que la investigada adquirió los bonos, se celebró con posterioridad al momento en que los clientes compradores habían impartido la orden de compra. El patrón se repite en las operaciones del 26 de diciembre de 2014, ya que la orden de compra del cliente inversionista José Gabriel Sanín, se impartió antes de que Global obtuviera la orden de venta por parte de los clientes que le transfirieron los nominales de los bonos. Finalmente, el 27 de febrero de 2015 la firma comisionista, antes de obtener la orden de venta de los clientes que le transfirieron los títulos, ya había obtenido la orden de compra por parte de la clienta que finalmente ingresó los nominales a su portafolio.

operaciones de compra como las operaciones de venta, con conocimiento de que estas operaciones beneficiarían a la comisionista.

En su defensa, como se indicó en la parte inicial de esta Resolución, la firma comisionista indicó que, a su parecer, nunca se había configurado un conflicto de interés, ya que no es cierto que sus intereses y los de sus clientes hayan sido contrapuestos. En esa línea, manifestó que, en todo caso, *"la existencia de un posible conflicto de interés per se no es sancionable por las normas del mercado de valores. Lo que puede ser objeto de censura es no evitar el conflicto cuando ello es posible, o administrarlo de manera indebida"*³⁷. Adicionalmente, manifestó que para la época en que se ejecutaron las operaciones, Global se encontraba *"legitimada para intervenir en las referidas operaciones"*. Finalmente, indicó que para que pudiera hablarse de un conflicto de interés, *"era necesario que se demostrara (sic) las siguientes condiciones: i) que los intereses sean contrarios (...) y ii) que el sujeto vigilado cuente con el poder unilateral de tomar decisiones relevantes"*.

Al respecto, le asiste razón a la investigada en cuanto a que las normas que regulan los conflictos de interés están encaminadas, no a sancionar la configuración del conflicto, sino a castigar la situación en la que una vez se encuentren frente a un conflicto de interés, no lo administren de manera debida.

A contrario sensu, no le asiste razón al investigado cuando afirma que, al momento de realizar las operaciones, eran compatibles sus intereses con los de sus clientes inversionistas, por las razones que se pasan a explicar.

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

Como ejemplo, la Sala corroboró que en las operaciones celebradas el 21 de agosto de 2014 la firma comisionista ejecutó la operación de compra en posición propia de \$996.027.360 nominales de la especie BTRO149SA, a las 3:34:22 de la tarde, luego de obtener nueve de las doce órdenes de compra del mismo título por parte de nueve clientes, ya que éstos las profirieron entre las 12:23 de la tarde del 19 de agosto de 2014 y las 10:59 a.m. del 21 de agosto del mismo año. Es importante señalar que la orden para la operación de compra a través de la cual Global adquirió los títulos, fue dada por el cliente el 20 de agosto de 2014 a las 3:45 de la tarde. Ahora, la operación de venta la cerró a una tasa del 19,211%, mientras que las operaciones de compra las cerró a una tasa de 16,724%. Esto implica una diferencia de 247,8 puntos básicos de diferencia en tasas de una operación a otra, lo que le significó a la firma comisionista una diferencia positiva de \$80.259.885. De esta forma se advierte la oposición de

³⁷ Folio 233 de la Carpeta de actuaciones finales.

intereses que se presentaron en estas operaciones, comoquiera que a la sociedad comisionista le asistía un interés en adquirir los títulos a una tasa que le permitiese, una vez celebrada la operación contraria obtener el mayor margen posible y por el contrario, estaba el interés de su cliente en vender o comprar los títulos a una tasa que le fuera favorable.

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

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

Por las razones indicadas, la Sala encuentra probado el cargo imputado referido al desconocimiento de las obligaciones en materia de conflictos de interés.

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

AMV acusó a la investigada de incumplir con sus obligaciones de información que las normas que regulan el mercado de valores le imponen cuando va a realizar operaciones con sus clientes inversionistas, en calidad de contraparte, en el mercado mostrador. Para el Autorregulador, la SCB celebró desde su cuenta propia 15 operaciones en el sistema de registro (Rueda TRD) los días 21 de agosto, 18 de septiembre y 22 de diciembre de 2014 con 13 clientes que estaban catalogados como clientes inversionistas.

Sobre el particular, cabe recordar que, si bien el artículo 7° de la Ley 45 de 1990³⁸ establece que las Sociedades Comisionistas de Bolsa tendrán como objeto exclusivo el desarrollo del contrato de comisión, mediante el artículo 2.9.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010³⁹ a éstas les fue autorizado, entre otras actividades, adelantar operaciones por cuenta propia, las cuales podrán realizarse tanto en el mercado primario como en el

³⁸ Ley 45 de 1990. Artículo 7°. Comisionistas de bolsa. "Las sociedades comisionistas de bolsa deberán constituirse como sociedades anónimas y tendrán como objeto exclusivo el desarrollo del contrato de comisión para la compra y venta de valores (...)"

³⁹ Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.9.2.1.1. "De conformidad con el artículo 7° de la ley 45 de 1990 se autoriza de manera general a las sociedades comisionistas de bolsa para adelantar las actividades que a continuación se enumeran, siempre y cuando cumplan con los requisitos establecidos en el artículo siguiente. 1. Operaciones por cuenta propia (...)"

secundario, según lo disponen los artículos 2.9.4.1.1.⁴⁰ y 2.9.4.1.2⁴¹ *ibídem*, respectivamente.

El Tribunal Disciplinario de AMV se ha pronunciado acerca de las operaciones del mercado de valores en las que las SCB fungen como extremo comercial de sus clientes, y ha indicado que *"las operaciones por cuenta propia, según lo ordenan las normas del mercado de valores, tienen una destinación específica dependiendo del mercado en el que vaya a actuar la sociedad comisionista, es decir, en el primario se utilizan para facilitar la distribución y colocación de los valores y/o para colocar la totalidad de emisión. Por su parte, en el mercado secundario, tienen el objeto de imprimirle liquidez y estabilidad al mercado"*⁴².

Ahora bien, según lo autoriza el artículo 7.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010⁴³, los intermediarios de valores podrán actuar en el mercado mostrador por cuenta propia con cualquier contraparte, es decir, otros intermediarios de valores, clientes inversionistas o inversionistas profesionales.

Cabe resaltar en este punto que la normatividad prevé que algunos deberes exigibles a los intermediarios del mercado de valores cuando actúan en el marco del contrato de comisión, no lo son cuando operan como contraparte en la operación. Así, los comisionistas que actúen bajo dicho contrato, deberán cumplir con los deberes establecidos en el Decreto 2555 de 2010, en especial, los enumerados en el artículo

⁴⁰ Decreto 2555 de 2010, Título 4 Operaciones por cuenta propia, Capítulo 1 operaciones por cuenta propia en el mercado primario. Artículo 2.9.4.1.1 (Artículo 2.2.3.1. de la Resolución 400 de 1995, subrogado por el Decreto 1121 de 2008). Definiciones. *"Las operaciones por cuenta propia realizadas por sociedades comisionistas de bolsa de valores en el mercado primario de valores serán las siguientes: 1. La adquisición, dentro de la modalidad en firme, de toda o parte de una emisión con el objeto exclusivo de facilitar la distribución y colocación de los valores. 2. La adquisición del remanente de una emisión en desarrollo del acuerdo celebrado por la sociedad comisionista para colocar la totalidad o parte de una emisión bajo la modalidad garantizada. 3. La adquisición de valores emitidos por la Nación o por el Banco de la República, por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y de otros valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE. Parágrafo. Se denomina colocación en firme aquella en que la sociedad comisionista de bolsa de valores suscribe la totalidad o parte de una emisión de valores, obligándose a ofrecer al público inversionista los títulos así suscritos o adquiridos, en las condiciones de precio que se hubieren establecido en el contrato respectivo. Se denomina colocación garantizada aquella en la que la sociedad comisionista de bolsa de valores se compromete a colocar la totalidad o parte de una emisión de valores dentro de un plazo determinado, con la obligación de suscribir el remanente no colocado en dicho plazo"*.

⁴¹ Artículo 2.9.4.1.2 (Artículo 2.2.3.2. de la Resolución 400 de 1995, subrogado por el Decreto 1121 de 2008). Régimen aplicable. *"En el evento en que la sociedad comisionista de bolsa de valores deba adquirir total o parcialmente los valores objeto del contrato se aplicarán para todos los efectos las normas relativas a las operaciones por cuenta propia en el mercado secundario, después de transcurrido un (1) mes desde el momento en que tuvo lugar la mencionada adquisición"*.

⁴² Tribunal Disciplinario de AMV. Resolución No. 18 del 12 de diciembre de 2016.

⁴³ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.4.1.1.2. *"Autorización para actuar en el mercado mostrador. Los intermediarios de valores podrán actuar en el mercado mostrador por cuenta propia o con recursos de terceros, según sea el caso, con cualquier contraparte, sea intermediario de valores, entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia, "cliente inversionista" o "inversionista profesional" (...)"*

7.3.1.1.2 numerales 6 y 7⁴⁴, esto es, los deberes de valoración y mejor ejecución, junto con el deber de asesoría dispuesto en el artículo 7.3.1.1.3 *ibídem*⁴⁵.

En ese orden de ideas, según lo indica el artículo 44.1 del Reglamento de AMV⁴⁶, el deber de asesoría profesional solamente les es exigible a los intermediarios del mercado de valores cuando desarrollen actividades ejecutadas en el marco de los contratos de comisión o en operaciones de corretaje.

Teniendo en cuenta lo anterior, y como mecanismo de protección para los clientes inversionistas, la normatividad vigente ha establecido que las sociedades comisionistas que vayan a actuar como extremo comercial de este tipo de clientes, y no como sus intermediarios, son objeto de deberes adicionales, a saber, deben otorgar condiciones de mercado en la realización de las operaciones⁴⁷; informar los elementos y

⁴⁴ Decreto 2555 de 2010, Artículo 7.3.1.1.2 (Artículo 1.5.3.2. de la Resolución 400 de 1995, subrogado por el Decreto 1121 de 2008) Deberes especiales de los intermediarios de valores. "Los intermediarios de valores deberán cumplir con los siguientes deberes especiales: (...)6. Deber de valoración. Los intermediarios de valores que realizan las operaciones previstas en el numeral 1º del artículo 7.1.1.1.2 del presente decreto deberán valorar con la periodicidad que establezca la Superintendencia Financiera de Colombia, a precios de mercado, todos los activos de sus clientes. Este deber también es predicable de los valores entregados en operaciones repo, simultáneas o de transferencia temporal de valores que efectúe el intermediario en nombre y con los activos de su cliente. Además, los intermediarios de valores deberán proveer mecanismos que permitan al cliente consultar su portafolio con la última valoración, en los términos que establezca la Superintendencia Financiera de Colombia. (...)7. Deber de mejor ejecución de las operaciones. Los intermediarios que realizan las operaciones previstas en el numeral 1 del artículo 7.1.1.1.2 del presente decreto, deberán adoptar políticas y procedimientos para la ejecución de sus operaciones. En esta ejecución se deberá propender por el mejor resultado posible para el cliente de conformidad con sus instrucciones. Las políticas deberán ser informadas previamente al cliente y corresponder al tipo de cliente, el volumen de las órdenes y demás elementos que el intermediario considere pertinentes. Siempre que se trate de ejecución de operaciones por cuenta de terceros se deberá anteponer el interés del cliente sobre el interés del intermediario. Cuando se trate de "clientes inversionistas", el mejor resultado posible se evaluará principalmente con base en el precio o tasa de la operación, en las condiciones de mercado al momento de su realización, obtenido después de restarle todos los costos asociados a la respectiva operación, cuando haya lugar a éstos. Para los demás clientes, se deberá tener en cuenta, el precio o tasa, los costos, el tiempo de ejecución, la probabilidad de la ejecución y el volumen, entre otros. No obstante, cuando exista una instrucción específica de un "inversionista profesional", previa a la realización de la operación, el intermediario podrá ejecutar la orden siguiendo tal instrucción, la cual se debe conservar por cualquier medio. El intermediario de valores deberá contar con los mecanismos idóneos que le permitan acreditar que las órdenes y operaciones encomendadas fueron ejecutadas de conformidad con la política de ejecución de la entidad y en cumplimiento del deber de mejor ejecución, cuando el cliente, la Superintendencia Financiera de Colombia, los organismos de autorregulación en desarrollo de sus funciones y las autoridades competentes, se lo soliciten".

⁴⁵ Artículo 7.3.1.1.3 (Artículo 1.5.3.3. de la Resolución 400 de 1995, subrogado por el Decreto 1121 de 2008) 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. 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. Parágrafo. Los intermediarios no podrán, en ningún caso, restringir, limitar o eximirse de este deber, tratándose de un "cliente inversionista".

⁴⁶ Reglamento de AMV – Artículo 44.1. 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".

⁴⁷ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.4.1.1.4.

características de la operación⁴⁸; informar previamente que el intermediario está actuando como su contraparte; dar a conocer y procurar que el cliente inversionista entienda los riesgos generados para él, así como las obligaciones y deberes del intermediario de valores; y solicitar del cliente la aceptación para que la operación se cierre en estas condiciones⁴⁹.

Al respecto, la doctrina del Tribunal Disciplinario, que en esta oportunidad resulta oportuno reiterar, ha sido clara en indicar que, *"los intermediarios de valores que actúan en el mercado mostrador con 'clientes inversionistas', deben informar al inicio de la relación comercial las implicaciones que conlleva celebrar una operación en calidad de contraparte, ya que ello implica dejar el marco propio del contrato de comisión, lo anterior, para que el cliente conozca cuándo se realiza una operación bajo éste y cuándo actúa como contraparte⁵⁰. Así mismo, cuando el valor sobre el que recaiga la operación sea de poca liquidez, se deben informar los riesgos de comprar o vender este tipo de valor⁵¹. Por último, si el intermediario ofrece alguna recomendación al "cliente inversionista" se le hará extensivo el cumplimiento del deber de asesoría en los términos del artículo 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, por remisión expresa del artículo 44.1. del Reglamento de AMV. Esto último no implica que esa operación se realice bajo la modalidad de un contrato de comisión; solo reconoce un efecto a una actuación por parte del intermediario"*⁵².

Por tanto, del análisis de las normas y de los pronunciamientos anteriormente indicados, se destaca la obligación que tienen las sociedades comisionistas de contar, previo al cierre de cada operación, con el consentimiento expreso de los clientes inversionistas para ser tratados como contrapartes.

Sobre el caso particular, una vez revisadas las pruebas que obran en el expediente, en particular el Libro Electrónico de Órdenes de la firma comisionista y los registros de la Bolsa de Valores de Colombia, la Sala comprobó que en los días 22 de agosto, 18 de septiembre y 22 de diciembre de 2014, la SCB celebró en el mercado mostrador (Rueda TRD), desde su cuenta propia, 15 operaciones de compra y venta en firme sobre la especie BTRO149SA, teniendo como contraparte a sus clientes CCCC, DDDD, FFFF, GGGG, HHHH, Gloria del Socorro Urrego, JJJJ, KKKK, LLLL, MMMM, NNNN y Compañía ÑÑÑÑ S.A.S.

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

⁴⁸ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.4.1.1.5.

⁴⁹ Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica. Numeral 4.1. Parte III, Título II Capítulo II.

⁵⁰ Reglamento de AMV. Artículo 45.1 Información General. *"Los sujetos de autorregulación deberán, al inicio de la relación comercial, informarle específicamente al cliente sobre las implicaciones de ser su contraparte. Los sujetos de autorregulación que puedan actuar en desarrollo del contrato de comisión deberán asegurar que el cliente conozca cuándo se está actuando en desarrollo del citado contrato y cuándo están actuando como contraparte del cliente, e informarle a éste sobre las implicaciones de ser su contraparte. Parágrafo. La entidad deberá contar con mecanismos para cumplir con la obligación establecida en el presente artículo, en relación con los clientes vinculados en forma previa a la entrada en vigencia del presente reglamento"*.

⁵¹ Reglamento de AMV. Artículo 45.2 Información Específica. *"Cuando se realicen operaciones sobre valores con poca liquidez en el mercado mostrador, los sujetos de autorregulación deberán manifestarle expresamente al cliente los riesgos de comprar o vender valores de tales características"*.

⁵² Tribunal Disciplinario de AMV. Resolución No. 18 del 12 de diciembre de 2016.

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

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

En su defensa, la comisionista alegó que, en cada una de las operaciones reprochadas, obtuvo las órdenes expresas y previas de sus clientes para el cierre de las compras y las ventas de la especie negociada, y que brindó la asesoría completa, no solamente en las llamadas telefónicas a través de las cuales solicitaba autorización para ejecutar las operaciones, sino también a través de los documentos que denominó "ABC de los Bonos AAAA" y "Disclaimer". Adicionalmente, indicó que celebró múltiples reuniones con sus clientes, en las que, supuestamente, informó acerca de la información general de los papeles, y les manifestó que las operaciones que se celebrarían sobre la especie BTRO149SA, podrían cerrarse siendo la SCB su contraparte.

Respecto a este argumento de la investigada, lo primero que debe destacarse es que AMV no imputó el desconocimiento al deber de asesoría, por tanto no hay lugar a realizar pronunciamiento alguno frente a las consideraciones que guarden relación con este.

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

En el mismo sentido, Global no aportó prueba que permitiera comprobar que se hayan realizado las reuniones con los clientes en los que, supuestamente, se informaba acerca de la posibilidad que tenía la comisionista de actuar desde su posición propia. Ahora bien, en gracia de discusión, si se hubiere probado que las reuniones o los documentos a los que hace referencia la investigada en su escrito de descargos, se hubiesen referido puntualmente a esta posibilidad y a los riesgos que implicaba actuar como contraparte, la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia, es clara en indicar que de manera previa *"al cierre de una operación por cuenta propia en el mercado mostrador con un 'cliente inversionista', dicho cliente debe ser informado expresamente de que el intermediario está actuando como su contraparte; conocer y entender los riesgos, obligaciones y deberes del intermediario de valores y, aceptar que la operación se cierre en estas condiciones"*.

En ese sentido, la comisionista habría cumplido con el deber que le era exigible respecto de la información que debía brindar a sus clientes inversionistas al momento de ejecutar una operación en el mercado mostrador, si, de manera previa a la

celebración de cada operación, les hubiera indicado que la operación la estaban cerrando contra la cuenta propia de Global, así como todos los riesgos que conllevaba celebrar una operación con los clientes inversionistas de esta forma. Adicionalmente, tuvo que haber obtenido la manifestación de conformidad de ellos y la aceptación de los riesgos que esto implicaba.

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

Finalmente, y a pesar de que no fue objeto de imputación y, por lo tanto, no será objeto de valoración al momento de imponer la sanción, la Sala debe recordar de manera enfática que las operaciones que se cierran contra la cuenta propia de las comisionistas de bolsa, no deben ser objeto de cobro de comisión, ya que, en estos casos, las sociedades comisionistas no están actuando en su calidad de mandatario, por el contrario, están actuando directamente, como extremo negocial, de quien, en ese momento, no se reputa como su cliente sino como cualquier otro actor del mercado de valores.

Por lo tanto, se ve oportuno, a partir del análisis de este caso, hacer un llamado al mercado, para que revise esta situación, se efectúen los ajustes institucionales para que los cobros por comisión se efectúen únicamente cuando las firmas comisionistas actúen en ejecución del contrato de comisión.

Adicionalmente, para la Sala es importante reiterar su doctrina y enfatizar en que si las operaciones que se cierran contra la cuenta propia de las sociedades comisionistas de bolsa no están precedidas de la información a que se hizo referencia en el párrafo anterior, ni cuentan con la aceptación por parte de los clientes, deben entenderse que son operaciones que se enmarcan dentro del contrato de comisión, por lo que todos los deberes de los intermediarios y todos los derechos de los clientes, se harán extensibles y deberán ser objeto de cumplimiento por parte de las firmas comisionistas y sus personas naturales vinculadas, incluyendo, como es lógico, los deberes de asesoría profesional y de mejor ejecución.

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

En el pliego de cargos AMV imputó el desconocimiento al deber de lealtad y trato inequitativo a los clientes como cargos autónomos, sin embargo, revisadas las consideraciones que motivaron uno y otro, encuentra la Sala que son semejantes, por lo que se hará un estudio integral de ambos.

Ahora bien, según se desprende de las normas citadas en esta Resolución⁵³, los intermediarios de valores tienen la obligación, en desarrollo del deber de lealtad, de brindar a sus clientes información clara, completa y objetiva, con el fin de que los inversionistas cuenten con todos los elementos de juicio necesarios para tomar sus decisiones de inversión, de acuerdo a su apetito de riesgo.

⁵³ Vid. supra, pp. 5.

En ese orden de ideas, como protección a los inversionistas del mercado de valores, las sociedades comisionistas de bolsa no pueden ejecutar operaciones por cuenta de sus clientes sin que estos cuenten con información material y necesaria para la realización de la negociación.

Ahora bien, en el ámbito de la intermediación del mercado de valores, las normas de conducta que se sustentan en principios orientadores, tienen, en ocasiones, la calidad de derecho sustancial, en especial cuando, a partir de ellas, se crean, modifican o extinguen relaciones jurídicas. Así lo ha indicado la Sala de Casación Civil de la Corte Suprema de Justicia, al manifestar que *"los principios, como parte fundamental del ordenamiento jurídico pueden operar y, de hecho, se han admitido como norma de derecho sustancial cuya violación es susceptible de ser acusada a través del recurso extraordinario de casación"*⁵⁴

En ese sentido, los principios que demarcan los derroteros a través de los cuales los intermediarios del mercado de valores y sus personas naturales deben ejecutar las operaciones que les están permitidas, pueden entenderse como normas materiales cuyo incumplimiento permite que se reproche disciplinariamente, por parte del Autorregulador del Mercado de Valores, la conducta que conllevó su desconocimiento.

Sobre el particular, el Tribunal Disciplinario ha indicado que *"[l]a utilización de principios, en su función integradora y creadora del derecho, es indiscutible. Su aplicación directa como parámetro de las relaciones jurídicas en el derecho privado también es innegable y su utilización en el derecho disciplinario es impostergable, pues lo cierto es que en este último ámbito no sólo pueden verse transgredidas reglas positivas, sino que también es factible la infracción a los fundamentos que a ellas subyacen, ya sea porque dejan de aplicarse, bien porque se hacen operar indebidamente, o porque se interpretan de manera errónea. Ello es aún más evidente en terrenos como el del mercado de valores, en los que la regulación formal no necesariamente anda al mismo ritmo de las realidades del mercado y, por ello, debe echarse mano de esas reglas materiales que resultan ser el resultado de la decantación, el consenso y el refinamiento de los usos y prácticas de los negocios entre sus distintos operadores, quienes a su vez, por la práctica cotidiana, no sólo las identifican, sino que entienden su dimensión, su alcance, su contexto y razón de ser y por ello asumen como necesaria su aplicación y el reproche a su desatención"*⁵⁵

Ahora bien, el deber de lealtad ha sido definido por el Tribunal Disciplinario como *"la obligación que tienen los intermediarios de obrar simultáneamente de manera íntegra, franca, fiel y objetiva, con relación a todas las personas que intervienen de cualquier manera en el mercado"*⁵⁶. En ese sentido, el deber de lealtad exige que los intermediarios de valores obren bajo los parámetros de la legalidad, la veracidad y la autenticidad de la información, constituyéndose como un modelo de conducta que debe ser atendido por los miembros autorregulados, y que implica que los sujetos que deben aplicarlo desarrollen la relación comercial con sus clientes sobre la base de la

⁵⁴ Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia de 7 de octubre de 2009, Exp. 05360-3103-001-2003-00164-01. M.P. Edgardo Villamil Portilla.

⁵⁵ Tribunal Disciplinario de AMV. Sala de Decisión "11". Resolución No. 8 del 31 de mayo de 2016.

⁵⁶ Tribunal Disciplinario de AMV. Sala de Decisión "12". Resolución No. 7 del 31 de mayo de 2016.

honestidad y la objetividad, lo que redundó, en últimas, en la confianza del público en el mercado de valores.

Con base en lo anterior, para AMV la investigada incumplió el deber de lealtad en la ejecución de las operaciones celebradas el 27 de febrero de 2015, ya que la sociedad comisionista cerró las operaciones de compra y venta de la especie BTRO149SA, a pesar de que sus clientes no estaban debidamente informados respecto a la transacción. Este hecho, según lo indica el pliego, llevó a que Global no obrara de manera íntegra, franca, fiel y objetiva respecto a sus clientes.

Adicionalmente, indicó que la comisionista incurrió en trato inequitativo frente a sus clientes, ya que, en las operaciones del 27 de febrero de 2015, no suministró a sus clientes compradores y vendedores la misma información, por lo que las características transmitidas respecto del título y de la operación que se iba a realizar, no fue veraz ni objetiva. Por este motivo, dijo AMV, los clientes recibieron información asimétrica que no les permitió contar con los elementos necesarios para tomar una decisión de inversión informada. Como se aprecia ambos cargos están fundamentados en la entrega por parte de la firma comisionista de información incompleta, por lo que resulta procedente la acumulación de los cargos.

Ahora bien, como muestra de lo anterior, el Tribunal observó que, al momento de obtener las órdenes de venta, la sociedad comisionista les informaba a sus clientes vendedores sobre la posibilidad de que se concretara un riesgo de "default", lo que significaba que el emisor podía "entrar en impago (...) se quedará sin plata para pagar intereses y el capital al final del periodo". Adicionalmente, le indicó a uno de sus clientes vendedores que "si yo fuera la tenedora de estos títulos yo aprovecharía y vendería, porque es mejor tener un pájaro en mano que mil volando"; contrario sensu, a su cliente compradora le indicó que "el panorama (del título) ha cambiado, recuerde que el año pasado al título le hicieron una reestructuración en el mes de junio (...) ya hay más transporte de pasajeros, hay también una obligación (...) para pagar mes a mes los intereses a los tenedores"⁵⁷.

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

2.5. 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;

⁵⁷ La conversación corresponde a las operaciones celebradas el 27 de febrero de 2015.

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 el principio de proporcionalidad de la sanción, cualquier órgano que tenga la función legal o reglamentaria de imponer una sanción no puede actuar de manera arbitraria o discriminatoria, sino en forma razonable y proporcionada y las sanciones deben atender a la gravedad de las faltas cometidas⁵⁸. En adición, en relación con el mercado de valores, se ha considerado que un elemento relevante al momento de la dosificación de la sanción es la afectación que pudo haber sufrido uno o más clientes y/o el impacto para el mercado en general.

En el caso concreto, la Sala observa y hace énfasis en que, en esta situación, Global Securities S.A. obtuvo un diferencial positivo como consecuencia de la celebración de operaciones en el mercado mostrador, en las que actuó como contraparte de algunos de sus clientes inversionistas. Tan es así que, según las pruebas aportadas al expediente se advirtió que, vía margen, y como consecuencia de la variación las tasas a las que cerró las operaciones de compra y venta de los títulos BTRO149SA, el resultado fue el siguiente:

Día	Compra		Venta		Diferencia compra – venta
	Nominal	Valor de giro	Nominal	Valor de giro	
21-ago-2014	996.027.360	\$640.684.639	\$996.027.360	\$720.944.524	\$80.259.885
18-sep-2014	232.654.152	\$149.868.825	\$232.654.152	\$168.564.913	\$19.196.650
18, 22, 30-dic- 2014	199.205.472	\$124.907.658	\$199.205.472	\$152.162.854	\$27.255.196
26-dic-2014	35.678.592	\$21.763.941	\$35.678.592	\$25.231.543	\$3.917.680
27-feb-2015	22.299.120	\$13.379.472	\$22.299.120	\$17.260.411	\$4.631.193
TOTAL	\$1.485.864.786	\$950.604.535	\$1.485.864.786	\$1.084.164.245	\$133.559.710

Así mismo, la Sala considera importante señalar que la sociedad comisionista investigada tiene antecedentes disciplinarios en los tres años inmediatamente anteriores al momento en que se toma la presente decisión; adicionalmente, como se indicó en el desarrollo de la resolución, desarrolló la conducta con el propósito de obtener beneficio en provecho propio, lo que se demuestra con la diferencia entre las horas en que la sociedad comisionista obtuvo las órdenes de compra y de venta de los títulos y el momento en que efectivamente se ejecutaron las operaciones, ya que, como se observó, la investigada no cerró las operaciones hasta que no conocía las condiciones a las que, posteriormente, iba a vender los bonos.

⁵⁸ Corte Constitucional. Sentencia C-1161-00.

Por otra parte, como lo muestra el LEO y los registros de la BVC, la conducta se reiteró en el tiempo, ya que la sociedad comisionista ejecutó las operaciones objeto de estudio entre el 21 de agosto de 2014 y el 27 de febrero de 2015. Finalmente, logró su objetivo aprovechándose de la inexperiencia y necesidad de sus clientes, que, como se demostró, todos estaban clasificados como clientes inversionistas.

Por el contrario, no observa la Sala que en este caso concurren criterios de atenuación que, eventualmente, puedan reducir la sanción a imponer.

En conclusión, la ausencia de criterios de atenuación, la existencia de antecedentes disciplinarios de Global Securities S.A., el diferencial positivo que vía margen obtuvo la firma comisionista, y la intención de obtener beneficio aprovechándose de la inexperiencia de sus clientes inversionistas, son razones que permiten ver adecuado y razonable imponer una sanción de multa correspondiente a la suma de ciento treinta y cinco millones de pesos (\$135.000.000).

El incumplimiento del pago de la multa en los términos aquí señalados, acarreará los efectos previstos en el último inciso del artículo 85 del Reglamento de AMV.

En mérito de lo expuesto, la Sala de Decisión "8" del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores –AMV–, integrada por los doctores María Fernanda Torres Izurieta, Juan Pablo Amorochó Gutiérrez y Elizabeth Yalile Lamk, quien actuó como su Presidente, de conformidad con lo consagrado en el Acta 360 del 28 de agosto de 2017, del Libro de Actas de la Sala de Decisión, por unanimidad,

RESUELVE

ARTÍCULO PRIMERO: Imponer a **GLOBAL SECURITIES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA** la sanción de **MULTA** de **DOSCIENTOS SIETE (207) SALARIOS MÍNIMOS LEGALES MENSUALES VIGENTES** del año en que cesaron los hechos sancionados, es decir, de 2015, en los términos del artículo 82 del Reglamento de AMV.

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

Dicho pago deberá acreditarse mediante el envío del respectivo recibo de consignación o soporte de transferencia vía fax al número 3470328, o a través de correo electrónico a la dirección apoveda@amvcolombia.org.co, dirigido a la doctora Adriana Poveda Ladino, Gerente de Gestión Financiera y de Recursos Físicos de AMV, indicando el nombre del sancionado, identificación, teléfono y dirección. **GLOBAL SECURITIES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA** deberá informar lo mismo a la Secretaría del Tribunal Disciplinario.

ARTÍCULO TERCERO: ADVERTIR a las partes que contra la presente Resolución 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

ELIZABETH YALILE LAMK
PRESIDENTE

JOSÉ MANUEL FERNÁNDEZ DE CASTRO
SECRETARIO