

**AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA –AMV–
TRIBUNAL DISCIPLINARIO
SALA DE DECISIÓN “10”**

RESOLUCIÓN No. 4

Bogotá D.C., 26 de abril de 2016

NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: **01 – 2015 – 367**
INVESTIGADO: **JEIMMY PAOLA COY**
RESOLUCIÓN: **PRIMERA INSTANCIA**

La Sala de Decisión “10” del Tribunal Disciplinario de AMV, en ejercicio de sus atribuciones legales, estatutarias y reglamentarias, plasma la decisión tomada en la sesión del 14 de marzo de 2016, para clausurar en primera instancia el asunto de la referencia, previo recuento de los siguientes

I. ANTECEDENTES

1. El 3 de febrero de 2015 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, solicitó formalmente explicaciones personales¹ a la señora Jeimmy Paola Coy, en su calidad de funcionaria vinculada a la sociedad comisionista de bolsa AAAA S.A. (en adelante “AAAA”) para la época de ocurrencia de los hechos objeto de investigación.

2. El 6 de marzo de 2015, la investigada rindió oportunamente las explicaciones² que le fueron solicitadas.

3. El 21 de abril de 2015, el Instructor formuló pliego de cargos³ contra la señora Jeimmy Paola Coy, al considerarla disciplinariamente responsable de la infracción de los artículos 7.3.1.1.2⁴ numeral 7º, 7.3.1.1.3⁵, 7.4.1.1.4⁶ y 7.6.1.1.2⁷ del Decreto 2555 de 2010; 36.1⁸, 38.3⁹,

¹ Folios 02 a 17, carpeta de actuaciones finales.

² Folios 22 a 28, *ibídem*.

³ Folios 29 a 42, *ibídem*.

⁴ “**Artículo 7.3.1.1.2. Deberes especiales de los intermediarios.** Los intermediarios de valores deberán cumplir con los siguientes deberes especiales: (...)”

7. Deber de mejor ejecución de las operaciones. Los intermediarios que realizan las operaciones previstas en el numeral 1 del artículo 7.1.1.2 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.

(...)

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”.

⁵ “**Artículo 7.3.1.1.3 Deber de asesoría frente a los ‘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

38.8¹⁰ y 43¹¹ del Reglamento de AMV; y 5.2.2.3¹² del Reglamento de la Bolsa de Valores de Colombia.

4. El 30 de abril de 2015, la investigada manifestó a AMV su voluntad de iniciar la negociación de un Acuerdo de Terminación Anticipada¹³. Tal iniciativa, acogida por el instructor e instrumentada en un proyecto de acuerdo presentado y asignado¹⁴ para estudio de la Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario de AMV, fue improbadada por dicho estamento el 18 de septiembre de 2015¹⁵.

5. El 3 de noviembre de 2015, clausurado el término para rendir descargos, la defensa remitió a la Secretaría del Tribunal un memorial en el que formuló algunos argumentos de defensa¹⁶.

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 (...)"

⁶ **"Artículo 7.4.1.1.4. Deber de otorgar condiciones de mercado en la realización de operaciones en el mercado mostrador a los 'clientes inversionistas' contrapartes.** Cuando los intermediarios de valores actúen como contraparte de "clientes inversionistas" en el mercado mostrador, las operaciones se deberán realizar en condiciones de mercado para la contraparte que tenga la condición de 'cliente inversionista'".

⁷ **"Artículo 7.6.1.1.2. Conflicto de interés.** Se entiende por conflicto de interés la situación en virtud de la cual una persona en razón de su actividad se enfrenta a distintas alternativas de conducta con relación a intereses incompatibles, ninguno de los cuales puede privilegiar en atención a sus obligaciones legales o contractuales.

Entre otras conductas, se considera que hay conflicto de interés cuando la situación llevará a la escogencia entre (i) la utilidad propia y la de un cliente, o (ii) la de un tercero vinculado al agente y un cliente, o (iii) la utilidad del fondo (de valores) que administra y la de otro cliente o la propia, o (iv) la utilidad de una operación y la transparencia del mercado".

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

⁹ **"Artículo 38.3. Prevención y administración.** Los sujetos de autorregulación deberán prevenir la ocurrencia de conflictos de interés. Si no fuere posible prevenir una situación de conflicto de interés, los sujetos de autorregulación deberán administrar cada caso de manera idónea, sin perjuicio de lo establecido en las normas de naturaleza especial. Para esto, cada miembro adoptará las políticas e implementará procedimientos, tales como: **a.** Revelación al superior Jerárquico o cualquier otra persona al interior de la entidad y/o órgano de control designado para el efecto. **b.** Revelación previa a las partes afectadas. **c.** Obtención de autorización previa de las partes afectadas. **d.** Prohibición o abstención para actuar frente al conflicto de interés.

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

¹⁰ **"Artículo 38.8. Prohibición ante la indebida administración.** Los miembros de AMV no permitirán que una persona natural vinculada actúe cuando se encuentre en un conflicto de interés que no haya sido administrado de manera idónea.

Así mismo, las personas naturales vinculadas se abstendrán de actuar cuando se encuentren en una situación de conflictos de interés que no haya sido debidamente administrada".

¹¹ **"Artículo 43. Deber de mejor ejecución en las operaciones.** Las entidades deben cumplir con las normas de mejor ejecución establecidas en el título 5 del libro 2 del presente reglamento, el numeral 7 del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 y demás normatividad aplicable".

¹² **BVC "Artículo 5.2.2.3.** Las personas vinculadas a las sociedades comisionistas de bolsa asumen los deberes de asesoría que su carácter de intermediarios profesionales les impone para con sus clientes. En tal virtud, las personas vinculadas a las sociedades comisionistas de bolsa: **1.** Informarán a sus clientes sobre los elementos que un inversionista razonable tendría en cuenta al momento de tomar la decisión de inversión; **2.** Solicitarán instrucciones específicas de los clientes, cuando en la ejecución de una orden se presenten hechos que de ser conocidos por el cliente, implicarían que él modificara radicalmente las instrucciones inicialmente impartidas; y **3.** Buscarán siempre obtener la mayor utilidad o beneficio para su cliente".

¹³ Folio 45, carpeta de actuaciones finales.

¹⁴ Folios 48 a 50, *ibidem*.

¹⁵ Folio 78 a 83, *ibidem*.

¹⁶ Folio 77, *ibidem*.

6. En cumplimiento de las previsiones reglamentarias que rigen la materia, el 19 de febrero de 2016, la Secretaría del Tribunal Disciplinario de AMV asignó el presente asunto a la Sala de Decisión "10".

II. SÍNTESIS DE LOS CARGOS FORMULADOS

A juicio de AMV, la señora Jeimmy Paola Coy, en su condición de Promotora de Negocios de AAAA, durante los días 16 y 23 de octubre de 2013, incurrió en las siguientes conductas:

- i. Desconoció el deber especial de mejor ejecución en relación con operaciones celebradas en el mercado mostrador por cuenta del cliente BBBB S.A. (en adelante "BBBB").
- ii. Incumplió el deber especial de asesoría profesional frente al mismo inversionista.
- iii. Inobservó el régimen establecido para la administración de conflictos de interés al privilegiar los intereses de la sociedad comisionista y por esta vía también el interés propio, en detrimento de los intereses del cliente mencionado.
- iv. Vulneró los deberes generales de lealtad y profesionalismo que le eran exigibles.

AMV fundó sus acusaciones en los siguientes argumentos:

2.1. El Instructor detectó que los días 16 y 23 de octubre de 2013 AAAA, "actuando en posición propia y por cuenta del cliente BBBB S.A.¹⁷", realizó las siguientes operaciones:

Cuadro 1

Nemo	Fecha Op	Hora Op	Fecha Cump	Folio	C/V	Afil	Cantidad	Precio	Tasa	Monto	Inversionista	Valor Comisión	Rueda
TFIT15260826	16/10/13	11:51:15	16/10/2013	1718	V	45	500.000.000	102,69	7,295	513.449.500	AAAA	0,00	SPOT
TFIT15260826	16/10/13	11:51:15	16/10/2013	1718	C	414	500.000.000	102,69	7,295	513.449.500	XXXX	0,00	SPOT
TFIT15260826	16/10/13	12:06:50	16/10/2013	1869	V	45	500.000.000	101,83	7,400	509.134.500	BBBB S.A.	0,00	TRD
TFIT15260826	16/10/13	12:06:50	16/10/2013	1869	C	45	500.000.000	101,83	7,400	509.134.500	AAAA	0,00	TRD
Nemo	Fecha Op	Hora Op	Fecha Cump	Folio	C/V	Afil	Cantidad	Precio	Tasa	Monto	Inversionista	Valor Comisión	Rueda
TFIT15260826	23/10/13	10:01:39	23/10/2013	1084	V	45	500.000.000	106,42	6,870	532.109.000	AAAA	0,00	SPOT
TFIT15260826	23/10/13	10:01:39	23/10/2013	1084	C	374	500.000.000	106,42	6,870	532.109.000	XXXX	0,00	SPOT
TFIT15260826	23/10/13	10:11:19	23/10/2013	1214	V	45	500.000.000	103,03	7,270	515.174.000	BBBB S.A.	0,00	TRD
TFIT15260826	23/10/13	10:11:19	23/10/2013	1214	C	45	500.000.000	103,03	7,270	515.174.000	AAAA	0,00	TRD

2.2. De acuerdo con la anterior información, AMV advirtió que el 16 de octubre de 2013, a las 11:51:15 a.m., AAAA, "utilizando el mecanismo de venta en corto, vendió en posición propia en el sistema transaccional de la BVC –Rueda SPOT operación 1718–¹⁸", el TES TFIT15260826 tasa fija con vencimiento el 26 de agosto de 2026, a una tasa del 7,295% E.A. por el monto de \$513.449.500.

¹⁷ Folio 30, carpeta de actuaciones finales.

¹⁸ Folio 31, *ibídem*.

Ese mismo día, a las 12:06:50 p.m., la firma comisionista compró el mismo valor "en el sistema de registro –Rueda TRD operación número 1869–¹⁹" al cliente BBBB a una tasa del 7,4% E.A. por valor de \$509.134.500

Por la diferencia entre los precios de venta y de compra del TES indicado, AAAA habría obtenido una "utilidad de \$4.315.000²⁰".

2.3. El ente investigador también detectó que el 23 de octubre de 2013, a las 10:01:39 a.m., la comisionista en mención incurrió en una operación de características similares a la recién referida. En tal fecha, AAAA "vendió en posición propia -Rueda SPOT operación 1084-²¹" el mismo TES que fue objeto de las transacciones previas, esta vez a una tasa del 6,87% E.A. y por un monto de \$532.109.000.

A las 10:11:19 del mismo día, la referida compañía acudió "al sistema de registro –Rueda TRD operación 1214– y compr[ó] dicho papel nuevamente a su cliente BBBB²²" a un tasa del 7,27% E.A. por valor de \$515.174.000.

Producto de estas operaciones, AAAA habría percibido una utilidad de \$16.935.000, que sumada a la obtenida con las operaciones anteriormente referidas, ascendería a la suma de \$21.250.000²³. De este monto, según señaló el Instructor, la producción de la señora Jeimmy Paola Coy, quien por entonces se encontraba a cargo de la cuenta de BBBB y fue responsable de la celebración de dichas transacciones, se "afectó positivamente (...) en la suma de \$10.625.000²⁴".

La investigada habría obtenido las respectivas órdenes para la celebración de las operaciones mencionadas, a través de comunicaciones telefónicas con el señor CCCC, representante legal de BBBB.

2.4. A juicio de AMV, las tasas de interés por las que los días 16 y 23 de octubre de 2013 BBBB vendió a AAAA, en el mercado OTC, el precitado TES, fueron comparativamente superiores a las tasas de negociación de dicho instrumento en el mercado transaccional de la BVC.

En concreto, según afirmó el Instructor, el 16 de octubre de 2013 el TES enajenado por BBBB se negoció en el mercado bursátil a tasas que oscilaron entre 7,29% y el 7,303% E.A. mientras que, en contraste, la venta que efectuó el cliente, en el mercado mostrador, se concretó por una tasa de 7,4% E.A., es decir, "alrededor de 10 puntos básicos por encima del límite superior de la tasa de negociación del día²⁵".

Lo propio habría sucedido con la operación del 23 de octubre de 2010, en la que el mismo TES se transó en el sistema transaccional con tasas de entre el 6,868% y el 6,915% E.A., en tanto que BBBB lo vendió a AAAA por una de 7,27% E.A".

2.5. Con base en lo anterior, el Instructor estimó que la inculpada desatendió el deber de mejor ejecución que la señora Coy debió desplegar en la atención del cliente BBBB, pues "realizó dos operaciones por cuenta del cliente BBBB S.A. en el mercado mostrador

¹⁹ Folio 31, carpeta de actuaciones finales.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ *Ibidem*.

²² *Ibidem*.

²³ *Ibidem*.

²⁴ Folio 32, *ibidem*.

²⁵ Folio 31, *ibidem*.

'sistema de registro' a tasas de negociación alejadas de las condiciones que tenía el mercado transaccional²⁶". Además, AMV le reprochó a la inculpada haber quebrantado el deber de asesoría profesional ante el mismo inversionista, toda vez que le hizo creer que "las tasas ofrecidas por ella [para la negociación de los TES con vencimiento el 26 de agosto de 2026] eran tasas de mercado, cuando la realidad era que las mismas resultaban desfavorables a los intereses de éste²⁷".

Asimismo, el ente investigador razonó que la investigada inobservó el régimen de conflictos de interés que le era aplicable al privilegiar "el interés de la posición propia de AAAA, por cuanto ésta obtuvo beneficios vía margen a expensas del correlativo detrimento patrimonial del cliente²⁸" y el propio, en tanto que por las mismas operaciones "incrementó su producción²⁹" como empleada de la firma comisionista. En ningún caso, dijo, la señora Coy "tomó alguna medida para prevenir el conflicto de interés, ni mucho menos para administrarlo cuando ya estaba inmersa en él³⁰".

Finalmente, AMV estimó que la investigada se comportó de manera desleal pues no dirigió su obrar a desarrollar la mejor ejecución "en la consecución de un resultado óptimo³¹" para el cliente BBBB, ni otorgó al cliente la información "real³²" que éste requería para optar por "la mejor decisión³³". También, la acusó de desconocer el deber de profesionalismo pues no se comportó de forma "fiel e íntegra frente a los intereses de sus clientes³⁴".

III. SÍNTESIS DE LA DEFENSA DE LA INVESTIGADA

La defensa planteó, en resumen, los siguientes argumentos de defensa, en procura de contrarrestar los cargos que AMV le imputó:

3.1. La señora Jeimmy Paola Coy argumentó que durante el mes de octubre del año 2013, cuando ocurrieron las operaciones censuradas, estuvo a cargo del portafolio cliente BBBB en AAAA por cuenta de un reemplazo temporal del asesor titular de dicho inversionista. Comentó que la estrategia comercial que BBBB había definido con aquél consistía en "generar una rentabilidad cercana al 15%³⁵", lo que buscó alcanzar y efectivamente cumplió. Además, dijo que éste "actuaba habitualmente en este mercado como contraparte de AAAA y no bajo contrato de comisión³⁶".

Describió, luego, las operaciones de venta 1869 y 1214 celebradas el 16 y 23 de octubre de 2012 (ver Cuadro 1), respectivamente, y calculó que BBBB obtuvo con ellas un rendimiento del 15,23%, por lo que "el resultado esperado por el cliente fue alcanzado³⁷".

En este sentido, sin oponerse al análisis de tasas de interés que el Instructor efectuó, opinó que "el precio transado para la referencia ilíquida TFIT15260826 estuvo dentro de lo

²⁶ Folio 34, carpeta de actuaciones finales.

²⁷ Folio 35, *ibídem*.

²⁸ Folio 36, *ibídem*.

²⁹ *Ibídem*.

³⁰ Folio 36, *ibídem*.

³¹ Folio 36, *ibídem*.

³² Folio 37, *ibídem*.

³³ *Ibídem*.

³⁴ *Ibídem*.

³⁵ Folio 22, *ibídem*.

³⁶ Folio 21, *ibídem*.

³⁷ Folio 24, *ibídem*.

observado en el mercado³⁸ y que el monto por el que el cliente BBBB vendió el TES a AAAA le pareció "razonable"³⁹.

Por otro lado, aseguró que en las conversaciones en las que formalizó con el cliente la realización de los negocios reprochados "quedó muy claro y explícito que se trataba de operaciones en las que [AAAA] actuaba en Posición Propia como contraparte del cliente BBBB y [que] se trataba de operaciones OTC⁴⁰". Recalcó, en este sentido, que dichas transacciones se enmarcaron en el "concepto de operación OTC y no dentro del contrato de comisión⁴¹".

3.2. En referencia particular a los cargos formulados, la señora Coy se opuso a la presunta inobservancia del deber de mejor ejecución que AMV le endilgó pues, en sus palabras, las operaciones cuestionadas se cerraron "en el mercado transaccional (...) por cuenta de la posición propia [de AAAA] y no del cliente⁴²". Señaló también que cumplió el "deber de operar a precios de mercado⁴³" dada la baja liquidez de los títulos involucrados.

Opinó, además, que no desobedeció el deber de asesoría profesional en tanto que ejecutó la estrategia comercial "anteriormente definida entre el cliente⁴⁴" y su asesor titular, cumpliendo el objetivo planteado.

En lo que atañe a la violación del régimen de conflictos de interés, la investigada manifestó entender que éste fue administrado por AAAA "con la definición de un límite al margen de las operaciones OTC⁴⁵", que no fue superado en el caso de las operaciones examinadas por AMV. Afirmó que no estimó pertinente revelar ningún conflicto de interés, pues en su criterio, éste no existió.

Por último, la inculpada recurrió a los mismos argumentos previamente expuestos para defenderse de la presunta vulneración de los deberes generales de lealtad y profesionalismo, y adicionó que el inversionista BBBB nunca manifestó inconformismo frente a las operaciones censuradas por el Instructor, que calificó como "ganadoras⁴⁶".

IV. CONSIDERACIONES DE LA SALA

4.1. 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.

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

³⁸ Folio 26, carpeta de actuaciones finales.

³⁹ Folio 28, *ibídem*.

⁴⁰ Folio 26, *ibídem*.

⁴¹ Folio 26, *ibídem*.

⁴² Folio 27, *ibídem*.

⁴³ *Ibídem*.

⁴⁴ *Ibídem*.

⁴⁵ Folio 27, *ibídem*.

⁴⁶ *Ibídem*.

el propósito 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 *ejusdem*, 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.

La competencia de esta Sala de Decisión para pronunciarse de fondo sobre la presente actuación disciplinaria se sustenta, en síntesis, en que para la época de los hechos imputados la señora Jeimmy Paola Coy se encontraba vinculada a AAAA, sociedad comisionista de bolsa miembro de AMV, y en que en el pliego de cargos el Instructor la acusó de la vulneración de normas propias de la intermediación del mercado de valores.

4.2. En el desarrollo de las operaciones cuestionadas coexistieron dos tipos de relaciones jurídicas: unas derivadas del contrato de comisión y otras de la celebración de operaciones en posición propia

Observa la Sala que las conductas que el Instructor cuestionó a la señora Coy se derivaron de eventos en los que coexistieron diversas relaciones jurídicas: la ejecución de un contrato de comisión y la realización de operaciones por cuenta propia en los que la participación de la investigada está probada. La inculpada debió dar cumplimiento tanto a los deberes que rigen la actividad de intermediación, como a los que se aplican cuando se opera en posición propia, como se explica a continuación:

4.2.1. El objeto principal de las sociedades comisionistas de bolsa⁴⁷ es el desarrollo del contrato de comisión para la compra y venta de valores. Adicionalmente, previa autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia, tales sociedades pueden realizar otras actividades entre las que se encuentran las operaciones *por cuenta propia*, que pueden ser efectuadas por las firmas comisionistas, siempre que tengan como

⁴⁷ El artículo 7º de la Ley 45 de 1990 señala:

"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.

No obstante lo anterior, tales sociedades podrán realizar las siguientes actividades, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores y sujetas a las condiciones que fije la Sala General de dicha entidad:

a) Intermediar en la colocación de títulos garantizando la totalidad o parte de la misma o adquiriendo dichos valores por cuenta propia;

b) Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar liquidez al mercado" (original sin subrayas).

En el mismo sentido, el artículo 2.9.4.2.1 del Decreto 2555 de 2010 define las operaciones por cuenta propia en el mercado secundario del modo en que sigue:

"Definiciones. Son operaciones por cuenta propia en el mercado secundario de valores aquellas adquisiciones de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores –RNVE o en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros que son realizadas por las sociedades comisionistas de bolsa de valores con el objeto de imprimirle liquidez y estabilidad al mercado, atendiendo ofertas o estimulando y abasteciendo demandas, o con el propósito de reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta, dentro de las condiciones establecidas en el presente decreto. La enajenación de los valores así adquiridos, se considerará también como operación por cuenta propia.

Así mismo, son operaciones por cuenta propia, cualquier operación que realice la sociedad comisionista de bolsa de valores con sus propios recursos, incluidas aquellas que se realicen para proteger su patrimonio". (original sin subrayas).

finalidad i) dar mayor estabilidad a los precios del mercado, ii) reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos, y iii) en general, dar liquidez al mercado.

4.2.2. Los intermediarios de valores pueden actuar en el mercado mostrador⁴⁸ por cuenta propia o con recursos de terceros, con cualquier contraparte⁴⁹. En efecto, en este mercado los comisionistas pueden realizar operaciones por cuenta propia, e igualmente, actuar en representación de terceros en el marco de un contrato de comisión, manteniendo su calidad de intermediarios. Bajo este supuesto, los agentes del mercado deben cumplir con los deberes previstos, en general, para los intermediarios del mercado de valores y, además, los deberes *adicionales*⁵⁰ previstos para la intermediación en el mercado mostrador.

4.2.3. En el presente caso, según quedó referido⁵¹, las conductas que el Instructor reprochó a la señora Jeimmy Paola Coy se presentaron en el desarrollo de actividades relacionadas con dos órdenes de venta impartidas a la investigada, en ejecución de un contrato de mandato, por el inversionista BBBB, que concluyeron con igual número de operaciones de compra por cuenta propia, celebradas entre AAAA y dicho cliente.

4.2.4. La Sala observa que durante el desarrollo de los negocios censurados se presentaron dos tipos de relaciones jurídicas: unas atinentes a las operaciones por cuenta de terceros (a través del contrato de mandato) y otras alusivas a operaciones por cuenta propia, en las que intervino como contraparte la firma comisionista.

Las primeras, generadas por sendas órdenes de venta impartidas por el inversionista BBBB y aceptadas por su asesora, la señora Jeimmy Paola Coy en representación de AAAA, y en ejecución de un contrato de comisión. Y las segundas, como consecuencia de la celebración de operaciones en el mercado mostrador en las que tal firma comisionista, en posición propia, adquirió de BBBB los títulos correspondientes. Las operaciones por cuenta propia, por lo demás, se produjeron luego de que AAAA recibió del cliente BBBB órdenes de venta sobre el TES mencionado y de que, sobre los mismos títulos y en igual cuantía, la comisionista celebró operaciones de venta en corto⁵², pactadas para cumplirse el mismo día.

En otras palabras, primero se produjeron órdenes de venta por parte de BBBB respecto del TES aludido, que fueron recibidas por la investigada, luego AAAA efectuó sobre el mismo título subyacente operaciones de ventas en corto con terceros y, finalmente, la compañía comisionista obtuvo del inversionista BBBB autorizaciones para comprarle, en posición propia, dicho título.

Concretamente, cada uno de los procesos de negociación y cierre se desarrolló del siguiente modo:

⁴⁸ Según el artículo 7.4.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 el mercado mostrador se define como "aquél que se desarrolla fuera de los sistemas de negociación de valores".

⁴⁹ De acuerdo con el artículo 7.4.1.1.2 del precitado Decreto 2555 de 2010, "[l]os 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'".

⁵⁰ En este sentido es claro el artículo 7.4.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010, cuyo título hace referencia a "deberes adicionales de información respecto de los 'clientes inversionistas' contrapartes en el mercado mostrador" (las subrayas no son del texto).

⁵¹ Ver Cuadro No. 1 (página 3 de esta resolución).

⁵² La aproximación del Instructor a este punto está registrada en los numerales 2.3 y 2.4 de esta resolución. La Sala se ocupará, además, de analizar en detalle las características de las operaciones cuestionadas en los numerales 4.3.3 y 4.4.3 de esta resolución.

4.2.4.1. Operación del 16 de octubre de 2013

a. Contrato de comisión:

La primera relación jurídica surgió en desarrollo de un contrato de comisión suscrito entre BBBB y AAAA. En este marco, el 16 de octubre de 2013, a las 11:49:09⁵³, la señora Jeimmy Paola Coy se comunicó con el señor CCCC⁵⁴, representante legal del cliente BBBB. En dicha conversación, entretanto era comunicada con el señor CCCC, la investigada informó⁵⁵ a una empleada de aquél lo siguiente:

Jeimmy Paola Coy: –Tengo la punta puesta vendiendo los 500 del 26 y no me han pegado.

Treinta segundos⁵⁶ después la señora Coy expresó directamente al representante del inversionista lo siguiente:

Jeimmy Paola Coy: –Don CCCC.

CCCC: –Quiubo Paola, ¿qué pasó?

JPC: –Dos noticias: no me han... operé... un segundo.

...

JPC: –Listo señor, confirmado. Hemos vendido 500 millones del TES del 26.

De los extractos anteriores la Sala evidencia que i) la señora Jeimmy Paola Coy se encontraba *operando* en busca de cumplir, en el marco de un contrato de comisión, una instrucción impartida por el cliente BBBB relativa a la venta de \$500 millones del TES TFIT15260826.

b. Operación realizada por la posición propia de AAAA:

La segunda relación jurídica emanó de una operación por cuenta propia. Ciertamente, unos momentos después durante el desarrollo de la misma conversación telefónica reseñada anteriormente la investigada expresó*:

Jeimmy Paola Coy: –Entonces le confirmo. Siendo las once y cincuenta y dos, el señor CCCC (...) autoriza a AAAA, o más bien AAAA le compra a BBBB por posición propia 500 millones de TES de agosto del 26 al 7,40. Eso me da un valor de giro de 509.134.500 [pesos].

CCCC: –Correcto.

En estos términos, el representante de BBBB aprobó la oferta de compra que AAAA efectuó en posición propia. Como consecuencia de esta autorización, y más allá de si la investigada cumplió o no con sus deberes al celebrar la operación, a las 12:06:50 del 16 de octubre de 2013 fue registrada tal operación en posición propia. No cabe duda, pues, de que se celebró una operación por cuenta propia en la cual la investigada representó

⁵³ Archivo "WAV 16102013_11.49.09_22657", incluido en el medio magnético asociado al folio 5 de la carpeta de pruebas original.

⁵⁴ En los documentos titulados "Apertura de cuenta BBBB 1" y "Apertura de cuenta BBBB 2", incluidos en el medio magnético asociado al folio 4 de la carpeta de pruebas original, consta que el señor CCCC ocupaba el cargo de representante legal de BBBB.

⁵⁵ Minuto 00:01:45 a 00:01:49 del archivo "WAV 16102013_11.49.09_22657". Teniendo en cuenta el momento de inicio de la conversación (11:49:09), dicha manifestación de parte de la investigada ocurrió entre las 11:50:54 y las 11:50:59.

⁵⁶ Minuto 00:02:19 a 00:02:35 del archivo "WAV 16102013_11.49.09_22657". Teniendo en cuenta el momento de inicio de la conversación (11:49:09), dicha manifestación de parte de la investigada ocurrió entre las 11:51:28 y las 11:51:44.

a la AAAA, contraparte de su cliente inversionista BBBB, y, al mismo tiempo, actuó en lo que hace relación con éste como intermediario de valores

4.2.4.2. Operación del 23 de octubre de 2013

a. Contrato de comisión:

La primera relación jurídica entre la investigada y el inversionista BBBB respecto del TES TFIT15260826 surgió dentro de un contrato de comisión. De modo similar a la primera operación estudiada, la prueba de ello se encuentra en otra comunicación telefónica⁵⁷ sostenida entre ambos sujetos el 23 de octubre de 2013.

En conversación iniciada a las 9:47:18 la inculpada informó⁵⁸ al representante legal de BBBB sobre hechos que suponen una conversación previa respecto de la negociación del TES mencionado, que dejan entrever que ya existía una orden de venta, así:

Jeimmy Paola Coy: –(...) los TES ya están al 7,30 señor, ¿los vendo?... o... mejor dicho, yo estoy al 7,30 paradita ahí. Ya estoy de primeras. En cualquier momento me pegan.

CCCC: –Sí.

(...)

JPC: –Bueno. Entonces le voy a tomar la orden. Siendo las 9:50, el señor CCCC, representante de BBBB, pone una orden de venta de 500 millones de TES del 26 al 7,27.

JCV: –Correcto.

Es claro, en consecuencia, que existió un contrato de comisión de venta de títulos.

b. Operación realizada por la posición propia de AAAA:

La segunda relación jurídica surge de una operación por cuenta propia, pues como se constata en apartes sucesivos de la conversación examinada, la operación confirmada por la investigada resultó ser una transacción en posición propia, a la cual ni el cliente ni la inculpada se refirieron previamente:

Jeimmy Paola Coy: –Le confirmo. A las 10:06 le confirmo que AAAA le compra por posición propia a BBBB en cabeza de Jairo CCCC 500 millones de TES de agosto del 26 a una tasa del 7,27, para un valor de giro de 515.174.000 [pesos]...

CCCC: –Correcto.

Producto de esta autorización, a las 10:11:19 quedó registrada esta transacción en posición propia de venta de BBBB a AAAA. Por lo tanto, es indiscutible que en dicha transacción tuvo la connotación de cuenta propia, por la participación de la firma comisionista, y en la que la investigada actuó como asesora del cliente BBBB.

La Sala considera que no es válido afirmar, como lo hace la investigada, que la "operación objeto de investigación correspondió a una OPERACION EN POSICIÓN

⁵⁷ Archivo "201310231004-22657-06131641-4018510", incluido en el medio magnético asociado al folio 3 de la carpeta de pruebas original.

⁵⁸ Minuto 00:02:54 a 00:03:26 del archivo "201310230947-22657-06131641-4018366". Teniendo en cuenta el momento de inicio de la conversación (9:47:18), ésta ocurrió entre las 9:50:12 y las 9:50:44.

PROPIA (...) y no bajo contrato de comisión⁵⁹ (sic), pues en las operaciones celebradas el 16 y el 23 de octubre de 2013 coexistieron los dos tipos de relaciones jurídicas. Una, dentro del marco de un contrato de comisión, y otra, al celebrarse operaciones en las que la contraparte del cliente fue la posición propia de una firma comisionista de bolsa.

A la investigada le eran exigibles y debió cumplir, entonces, con los deberes y obligaciones que se derivaban de cada una de estas relaciones: de un lado, los deberes de asesoría y mejor ejecución, propios del régimen jurídico de las operaciones por cuenta de terceros, y de otro, la obligación de realizar operaciones a precios mercado, aplicable a las operaciones por cuenta propia.

4.3. La señora Jeimmy Paola Coy desatendió el deber especial de mejor ejecución respecto del cliente BBBB

4.3.1. El Instructor acusó a la señora Coy de trasgredir lo dispuesto en el artículo 43 del Reglamento de AMV, el cual remite al artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, también mencionado en la imputación. Según esta última disposición, para la ejecución de operaciones de intermediación por cuenta propia los intermediarios de valores deben propender por *"el mejor resultado posible para el cliente"*. La misma disposición establece que tratándose de *"clientes inversionistas"* dicho resultado se evaluará principalmente *"con base en el precio o tasa de la operación, en las condiciones de mercado al momento de su realización"* (original sin negrillas).

Además, el Instructor también culpó a la señora Coy de infringir lo previsto en el artículo 7.4.1.1.4 del prenotado Decreto 2555 de 2010, según el cual cuando los intermediarios de valores actúen como contrapartes de *"clientes inversionistas" en el mercado mostrador*, las operaciones realizadas entre éstos *"se deberán realizar en condiciones de mercado para la contraparte que tenga la condición de 'cliente inversionista'"* (original sin negrillas).

4.3.2. AMV adecuó las operaciones censuradas al contenido de la normatividad precitada y consideró que la señora Jeimmy Paola Coy incurrió en su vulneración al realizar *"dos operaciones por cuenta del cliente BBBB S.A. en el mercado mostrador 'sistema de registro' a tasas de negociación alejadas de las condiciones que tenía el mercado transaccional⁶⁰"*.

El ente investigador estimó sobre este particular que la inculpada infringió el deber de mejor ejecución toda vez que *"no propendió por obtener las mejores condiciones de negociación en la ejecución de las operaciones celebradas por cuenta de su cliente BBBB S.A. sino que por el contrario, realizó las operaciones a tasas desfavorables para éste, cuando existía la posibilidad de obtener mejores condiciones financieras en el sistema de negociación transaccional de la BVC⁶¹"*.

El asunto central del cargo bajo análisis estribó, pues, en que las tasas de interés aplicadas a las ventas en el mercado OTC del TES TFIT15260826 por parte de BBBB a AAAA, fueron significativamente superiores (lo que implicó un menor precio de venta y, por lo tanto, un monto menos favorable para dicho inversionista) a las que presentó el sistema transaccional de la BVC durante los días de su celebración.

⁵⁹ Folio 21, carpeta de actuaciones finales.

⁶⁰ Folio 34, ibídem.

⁶¹ Folios 34 y 35, carpeta de actuaciones finales.

AMV encontró que *"a pesar de la baja liquidez de los TES con vencimiento en agosto de 2026 (...) el 16 de octubre de 2013 concluyeron 14 operaciones (8 en la sesión de negociación SPOT y 6 en la sesión de registro TRD), diferentes a la cuestionadas (...) y el 23 de octubre del mismo año, se cerraron 38 operaciones (23 en la sesión de negociación SPOT y 15 en la sesión de registro TRD) (...) todas con tasas de negociación inferiores a aquellas de venta propuestas por la investigada al cliente BBBB⁶²".*

En concreto el Instructor identificó⁶³ que el 16 de octubre de 2013 el TES TFIT1526026 fue negociado en el mercado transaccional a tasas de entre el 7,29% y el 7,303% E.A., mientras que la tasa de negociación del mismo título el 23 de octubre del 2013 osciló entre el 6,868% y el 6,915% E.A. Las tasas que la inculpada ofreció al cliente BBBB, y que éste terminó por acoger, ascendieron al 7,4% y 7,27% E.A., respectivamente.

Por su parte, la inculpada no se opuso a dichos datos sino que, por el contrario, se basó en ellos para construir su defensa⁶⁴. Su réplica a las acusaciones de AMV se centró en intentar demostrar que *"la liquidez del título en cuestión era bastante baja para la época de las operaciones mencionadas⁶⁵"* y que, en razón de ello, el precio al que el cliente BBBB lo vendió (en ambas oportunidades) fue *"razonable⁶⁶"*. Además, adujo que de cualquier modo cumplió con las expectativas de ganancia del inversionista.

4.3.3. La Sala analizó la presente actuación y encontró que desde al menos el 15 de diciembre de 2011 BBBB fue calificado como *"cliente inversionista⁶⁷"*. Ese mismo día, dicho cliente suscribió con AAAA un *"contrato de comisión y administración de valores⁶⁸"*.

Además, esta instancia tuvo en cuenta los datos que AMV presentó sobre fluctuaciones en las tasas de interés del TES TFIT15260826, inobjetados por la investigada, y encontró que, objetivamente, las operaciones censuradas, originadas en el mercado mostrador, no fueron realizadas en condiciones de mercado.

En efecto, AMV identificó⁶⁹ que el 16 de octubre de 2013 el TES TFIT1526026 fue negociado en el mercado transaccional a tasas de entre el 7,29% y el 7,303% E.A., mientras que la tasa de negociación del mismo título el 23 de octubre del 2013 osciló entre el 6,868% y el 6,915% E.A. Las tasas que la inculpada ofreció al cliente BBBB, y que éste terminó por acoger, ascendieron al 7,4% y 7,27% E.A., respectivamente.

Así, la tasa a la cual se realizó la transacción del 16 de octubre de 2013 superó en 0,11% la tasa mínima del día y en 0,097% la máxima, mientras que la operación del 23 de octubre de 2013 excedió la tasa mínima en 0,402%, en tanto que superó la máxima de dicha fecha en 0,355%.

Para la Sala, es manifiesto que, en los términos de lo previsto en los artículos 43 del Reglamento de AMV, 7.3.1.1.2 y 7.4.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010, la señora Jeimmy

⁶² Folios 40 y 41, *ibídem*.

⁶³ Archivo *"Copia de DES_Seguimiento Operaciones"*, incluido en el medio magnético asociado al folio 3 de la carpeta de pruebas original.

⁶⁴ Folio 25, carpeta de actuaciones finales.

⁶⁵ Folio 24, *ibídem*.

⁶⁶ Folio 26, *ibídem*.

⁶⁷ Páginas 1, 3, 32 y 34 del documento titulado *"Apertura de cuenta BBBB 1"*, incluido en el medio magnético asociado al folio 4 de la carpeta de pruebas original, se registra que dicho cliente.

⁶⁸ *Ibídem*.

⁶⁹ Archivo *"Copia de DES_Seguimiento Operaciones"*, incluido en el medio magnético asociado al folio 3 de la carpeta de pruebas original.

Paola Coy no propendió por el mejor resultado posible para su cliente BBBB, categorizado como "cliente inversionista", pues los días 16 y 23 de octubre de 2013 no realizó dos operaciones de venta sobre el TES TFIT15260826 con sujeción a las condiciones de mercado aplicables al momento de su ocurrencia.

Este panel no acoge el argumento de la defensa según el cual, por la iliquidez del título, los precios de venta fueron, a su juicio, *razonables*. En efecto, la inculpada no demostró haber realizado una gestión tendiente a obtener algún otro comprador distinto a AAAA ni a alcanzar un mejor precio de venta para su cliente, ni en el mercado mostrador, donde ocurrieron, ni en el transaccional de la BVC, donde quedó demostrado que se transaron en condiciones que hubieran resultado más favorables para BBBB. Por el contrario, habiendo recibido previamente órdenes de venta de BBBB, no vendió por cuenta de su cliente los TES a una tasa más beneficiosa para aquél sino que decidió vender por cuenta propia, en corto, para después adquirir dichos títulos a una tasa superior. En síntesis, no cumplió con su deber de mejor ejecución: si en lugar de vender los títulos por cuenta propia, en corto, lo hubiera hecho por cuenta de BBBB, éste hubiera obtenido una mayor utilidad. Sobre el particular, no es admisible el argumento de que el comitente había definido una estrategia de "generar una rentabilidad cercana al 15%", pues, como lo señala el artículo 1265 del Código de Comercio, "[e]l mandatario solo podrá percibir la remuneración correspondiente y abonará al mandante cualquier provecho directo o indirecto que obtenga en ejercicio del mandato".

La calidad de *profesionales* que ostentan los agentes del mercado de valores no se limita a la acreditación ante las autoridades de la idoneidad para realizar operaciones de intermediación, sino que adquiere verdadero contenido y cumple su razón de ser cuando aquellos ponen al servicio de los inversionistas todas sus capacidades y conocimientos, así como sus posibilidades y destrezas en la gestión. La búsqueda del mejor provecho económico en las operaciones del mercado de valores honra la confianza que los clientes han depositado en los intermediarios, y demuestra, ciertamente, las capacidades de éstos para alcanzar el encargo conferido.

Por lo tanto, el obrar de la inculpada no se ajustó a las pautas que le obligaban a realizar la mejor ejecución posible en nombre de BBBB y, en conclusión, esta Sala la declarará disciplinariamente responsable por la infracción del deber especial de mejor ejecución en relación con el inversionista mencionado.

4.4. La señora Jeimmy Paola Coy inobservó el deber especial de asesoría profesional respecto del cliente inversionista BBBB

4.4.1. A juicio del Instructor, la señora Coy incumplió la previsión del artículo 7.3.1.1.3 del ya mencionado Decreto 2555 de 2010, que regula el deber especial de asesoría frente a los "clientes inversionistas". De acuerdo con esta pauta específica de conducta, los intermediarios de valores están obligados a brindar a sus "clientes inversionistas" "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**", según su perfil de riesgo particular.

Asimismo, el ente investigador consideró que la investigada se apartó de lo normado por el artículo 5.2.2.3 del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia, según el cual las personas vinculadas a las sociedades comisionistas de bolsa deben informar a sus clientes, entre otros datos, los "elementos que un inversionista razonable tendría en

cuenta al momento de tomar la decisión de inversión", buscando en todo caso "la mayor utilidad o beneficio para su cliente".

4.4.2. AMV estimó que la inculpada no suministró al inversionista BBBB "la información completa y necesaria que éste debía conocer para llevar a cabo las operaciones⁷⁰" cuestionadas pues, "a pesar de contar con la información pormenorizada de las tasas de negociación a las cuales se [negociaron] los TES con vencimiento al 26 de agosto de 2026, no se las informó⁷¹". A juicio del Instructor, la gravedad de dicha conducta se acentuó porque "la contraparte de su cliente era la posición propia de la sociedad comisionista⁷²".

Para defenderse de tal acusación, la señora Coy advirtió que las operaciones cuestionadas fueron "cerradas en virtud de una operación OTC en donde las contrapartes fueron AAAA y BBBB⁷³". Añadió que su papel en dichas transacciones se limitó a dar ejecución a una estrategia de inversión previamente acordada entre el cliente y su asesor titular en AAAA (a quien por entonces reemplazó temporalmente) y que, según dijo, cumplió a cabalidad a pesar de la baja liquidez del título involucrado.

4.4.3. Para iniciar el análisis del cargo actual, la Sala recalca que de conformidad con el acervo probatorio BBBB fue clasificado⁷⁴ por AAAA como "cliente inversionista" suscriptor de, entre otros, un contrato de comisión para la compra y venta de valores. Según la normativa vigente, esta categorización, otorgaba a AAAA la obligación irrestricta de impartir al inversionista BBBB una explicación previa sobre todos los elementos relevantes de las operaciones censuradas en orden a dotarlo de la información necesaria para adoptar decisiones informadas de inversión y, en cabeza de BBBB, el correlativo derecho a recibir en estos términos una asesoría profesional, lo que a juicio de esta Sala no ocurrió.

Para la Sala, la clasificación de "cliente inversionista" que BBBB recibió por parte de AAAA y las obligaciones derivadas de la ejecución de un contrato de comisión entre ambos, eran elementos suficientes para que en favor del inversionista surgiera el derecho a recibir de parte de la inculpada, como encargada de su cuenta, una asesoría profesional en los términos establecidos por las disposiciones previamente examinadas.

Esta pauta de comportamiento adquiere un cariz calificado y, si se quiere, más exigente frente a aquellas operaciones en las que el "cliente inversionista" tiene como contraparte a un intermediario de valores que actúa en posición propia y se acentúa aún más cuando, simultáneamente, dicho intermediario ha adquirido contractualmente la obligación de orientar al inversionista en el manejo de sus recursos en el mercado de valores. En estos casos, el "cliente inversionista" requiere del profesional del mercado una mayor asesoría por cuanto su contraparte, que en otros escenarios se encarga de la gestión de su portafolio, es una persona jurídica cuya razón de ser obedece, precisamente, a la celebración de operaciones de intermediación de valores y que para ello cuenta con una estructura tecnológica y humana ampliamente especializada, experimentada y plenamente informada sobre las condiciones del mercado.

En este escenario de negociación, los intermediarios deben esforzarse de manera especial en el cumplimiento de su deber de asesoría e impartir a sus clientes inversionistas

⁷⁰ Folio 35, carpeta de actuaciones finales.

⁷¹ Folio 35, *ibídem*.

⁷² *Ibídem*.

⁷³ Folio 27, carpeta de actuaciones finales.

⁷⁴ Páginas 1, 3, 32 y 34 del documento titulado "Apertura de cuenta BBBB 1", incluido en el medio magnético asociado al folio 4 de la carpeta de pruebas original, se registra que dicho cliente.

recomendaciones individualizadas acerca de todos los elementos relevantes de la operación y, especialmente, asegurarse de que los inversionistas así clasificados comprendan a cabalidad la orientación recibida, formando en ellos una capacidad real para adoptar decisiones informadas de inversión⁷⁵.

4.4.3. Sobre la naturaleza jurídica del deber de asesoría –que como se vio es predicable respecto de los “clientes inversionistas”– la Superintendencia Financiera de Colombia⁷⁶ señaló que éste pauta de conducta tiene como finalidad suministrar información, consejos y opiniones “enderezados a formar en los clientes un grado tal de conocimiento del negocio, que les permita expresar un consentimiento suficientemente ilustrado acerca del mismo, en forma tal que los clientes puedan considerar los principales factores que militan en pro y en contra de un determinado negocio o asunto (...) por la naturaleza de la gestión se desprenderá lógicamente este deber de asesoría”.

En tal acto administrativo la Superintendencia Financiera indicó que, además de las razones puramente comerciales que pueden motivar a un comisionista de bolsa para prestar una adecuada asesoría y de las consecuencias económicas que pueda acarrearle el incumplimiento del deber de asesoría (aquellas que tienen que ver con la conservación y aumento de su clientela con base en un eficiente servicio), resulta claro que la mayor profundización y transparencia del mercado de valores también encuentran enorme soporte en el correcto cumplimiento del deber de asesoría a los inversionistas y clientes, quienes reafirmarán su confianza en dicho mercado si obtienen oportunamente la información “integral” que requieren para tomar de manera adecuada, seria y objetiva sus decisiones de inversión.

Por su parte, la Sala de Casación Civil de la Corte Suprema de Justicia también se ha pronunciado⁷⁷ en similar sentido sobre el alcance del deber de asesoría en materia de intermediación de valores. Este órgano expresó que “a las sociedades comisionistas les corresponde proveer a sus clientes la información necesaria, en orden a que, a través de elementos de juicio claros y objetivos, puedan escoger las mejores opciones del mercado y tomar decisiones informadas”⁷⁸.

⁷⁵ Sobre el particular, la Sala considera relevante mencionar que el artículo 7.4.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010 estatuye que “[e]n desarrollo del deber de información (...) cuando los intermediarios de valores actúen como contraparte de ‘clientes inversionistas’ [en el mercado mostrador], deberán informarlos de manera específica sobre los elementos y las características de la operación”.

⁷⁶ Resolución 1659, del 17 de octubre de 2008 (los hechos tuvieron lugar antes del Decreto 1121 de 2008, que distinguió entre clientes “inversionistas” y “profesionales”).

⁷⁷ Sentencia del 30 de marzo de 2012, con ponencia del Magistrado Jaime Alberto Arrubla Paucar.

⁷⁸ En anteriores oportunidades, este Tribunal Disciplinario se ha pronunciado respecto del deber de *suitability* (adecuación, idoneidad), entendido como un elemento de la **asesoría** financiera. En el plano del Derecho Comparado, este deber debe entenderse como las políticas, recomendaciones y asesorías efectivas para el manejo de los recursos de los clientes, como resultado del conocimiento completo y de las necesidades de los clientes, según su perfil.

Las reglas de *Suitability* de **FINRA** (2090 y 211), obligan al asesor y al intermediario a averiguar toda la información sobre el perfil del cliente para recomendarle inversiones o sugerir estrategias adecuadas en función de su perfil de inversión. La información a recabar incluye aspectos como la edad del cliente, su situación laboral, financiera y fiscal, sus necesidades de liquidez, nivel de tolerancia al riesgo, los objetivos de las inversiones y su horizonte de tiempo, su capacidad para asumir pérdidas y su entendimiento del producto.

IROC en su Regla 3400, incluye similares exigencias dentro de las mejores prácticas generales de *suitability*.

Para **IOSCO**⁷⁸, el *suitability* “(...) incluye cualquier estándar o requerimiento que un intermediario debe tener o se espera que cumpla en la distribución de productos financieros, para lograr que el producto ofrecido concuerde con las necesidades y situación financiera de cada consumidor financiero (...) Los requerimientos generales de *suitability* están dirigidos a asegurar que los intermediarios solo hagan recomendaciones apropiadas y a que los clientes tengan

4.4.4. Esta Sala encuentra que, atendiendo a las características de las operaciones cuestionadas, la señora Coy se abstuvo de cumplir con el deber de asesoría profesional que la obligaba a poner en conocimiento de su cliente BBBB múltiples y relevantes elementos relacionados con dichas transacciones. Para sustentarlo, esta instancia primero relacionará, en la tabla de datos reproducida a continuación, los rasgos más sobresalientes de las operaciones reprochadas y luego examinará lo informado por la inculpada al inversionista vía telefónica.

Cuadro 2

Nemo	Fecha Op	Hora Op	Fecha Cump	Folio	C/V	Afil	Cantidad	Precio	Tasa	Monto	Inversionista	Valor Comisión	Rueda
TFIT15260826	16/10/13	11:51:15	16/10/2013	1718	V	45	500.000.000	102,69	7,295	513.449.500	AAAA	0,00	SPOT
TFIT15260826	16/10/13	11:51:15	16/10/2013	1718	C	414	500.000.000	102,69	7,295	513.449.500	XXXX	0,00	SPOT
<u>TFIT15260826</u>	<u>16/10/13</u>	<u>12:06:50</u>	<u>16/10/2013</u>	<u>1869</u>	<u>V</u>	<u>45</u>	<u>500.000.000</u>	<u>101,83</u>	<u>7,400</u>	<u>509.134.500</u>	<u>BBBB S.A.</u>	<u>0,00</u>	<u>TRD</u>
TFIT15260826	16/10/13	12:06:50	16/10/2013	1869	C	45	500.000.000	101,83	7,400	509.134.500	AAAA	0,00	TRD
Nemo	Fecha Op	Hora Op	Fecha Cump	Folio	C/V	Afil	Cantidad	Precio	Tasa	Monto	Inversionista	Valor Comisión	Rueda
TFIT15260826	23/10/13	10:01:39	23/10/2013	1084	V	45	500.000.000	106,42	6,870	532.109.000	AAAA	0,00	SPOT
TFIT15260826	23/10/13	10:01:39	23/10/2013	1084	C	374	500.000.000	106,42	6,870	532.109.000	XXXX	0,00	SPOT
<u>TFIT15260826</u>	<u>23/10/13</u>	<u>10:11:19</u>	<u>23/10/2013</u>	<u>1214</u>	<u>V</u>	<u>45</u>	<u>500.000.000</u>	<u>103,03</u>	<u>7,270</u>	<u>515.174.000</u>	<u>BBBB S.A.</u>	<u>0,00</u>	<u>TRD</u>
TFIT15260826	23/10/13	10:11:19	23/10/2013	1214	C	45	500.000.000	103,03	7,270	515.174.000	AAAA	0,00	TRD

Enseguida, la Sala examinará las características principales de las operaciones censuradas:

a. Operación del 16 de octubre de 2013

i. Estuvo precedida, por aproximadamente 15 minutos, de la operación identificada con el folio 1718, consistente en una venta en corto⁷⁹ en la que AAAA, actuando en posición propia, vendió en el sistema transaccional de la BVC, a un tercero, un valor que en ese momento no era de su propiedad, el TES TFIT15260826.

el expertise, el conocimiento y la capacidad financiera necesarias para negociar en instrumentos financieros y comprender los riesgos asociados a sus objetivos de inversión.

(...) Bajo dicho principio los operadores deben advertir a sus clientes que ciertos productos pueden ser no recomendables para ellos. En algunas ocasiones incluso se prohíbe recomendar a clientes minoristas algunos productos [atendiendo] a su complejidad financiera.

Los requerimientos de suitability reflejan el deber general de actuar de los operadores de actuar de manera equitativa, honesta y profesional, en concordancia con el mejor interés de los clientes".

ESMA (European Securities and Markets Authority)⁷⁸ estableció, en su momento, que ciertas circunstancias y algunas prácticas de los operadores del mercado no son consecuentes con los requerimientos del *suitability*. Reparó, en consecuencia, i) en la necesidad de prestar atención "a la excesiva confianza de los operadores sobre la experiencia y el nivel de conocimiento del cliente", ii) en los errores de los intermediarios al seleccionar inversiones adecuadas "por ejemplo, seleccionando inversiones riesgos, complejas o costosas para sus clientes", y iii) en la práctica de algunos operadores de "intentar evadir su responsabilidad de suministrar una asesoría adecuada, dando a entender que es el cliente quien decide si la inversión es o no la adecuada".

La **SEC** también se ha ocupado del análisis del *suitability*, en distintas oportunidades.

⁷⁹ De conformidad con el artículo 2.9.13.1.1 del Decreto 2555 de 2010, la operación de venta en corto se define como "aquella venta de valores en la cual el vendedor no tiene la propiedad de los valores objeto de la operación al momento de la misma. En todo caso, a más tardar el mismo día de la celebración de la venta en corto el vendedor deberá haber realizado las operaciones que sean necesarias para no dejar descubierta la venta en corto y asegurar así la posterior liquidación de la misma".

ii. La operación 1718 en mención, se ejecutó sobre \$500.000.0000 del TES señalado, a una tasa de 7,295% E.A., por un monto de \$513.449.500.

iii. Las tasas de negociación en el mercado bursátil para el 16 de octubre de 2013 sobre la especie mencionada fluctuaron entre el 7,29% y el 7,303% E.A. (ver numeral 4.3.2. de esta resolución).

iv. La operación censurada por el Instructor, identificada con el folio 1869, constituyó una compraventa definitiva celebrada en el mercado mostrador por la posición propia de la comisionista apenas quince minutos y medio después de la anterior venta en corto, y tuvo como contrapartes a BBBB, como vendedor, y a AAAA, como compradora.

iv. Tal negocio recayó sobre exactamente el mismo TES, en la misma cantidad, pero con la diferencia de que la tasa de interés aplicada a la transacción ascendió a 7,4% E.A., lo que representó un valor de \$509.134.500.

v. AAAA obtuvo una utilidad de \$4.315.000, producto de la diferencia entre los precios de venta en corto a un tercero y compra a BBBB del TES TFIT15260826.

b. Operación del 23 de octubre de 2013

i. De manera idéntica a la transacción anterior, esta operación estuvo precedida por escasos nueve minutos de una compraventa en corto transada en el mercado bursátil con el folio 1084. En esta oportunidad, nuevamente AAAA fungió en posición propia como vendedora –aún no propietaria– del TES TFIT15260826 a un tercer inversionista.

ii. La operación prenotada tuvo como objeto la misma especie y cantidad (\$500.000.000), en comparación con la que tuvo lugar el 16 de octubre del mismo año. La tasa de interés de tal negocio fue de 6,87% E.A., lo que representó un monto de \$532.109.000.

iii. El 23 de octubre de 2013 las tasas de negociación del mercado transaccional sobre el TES nombrado oscilaron entre el 6,868% y el 6,915% E.A. (ver numeral 4.3.2. de esta resolución).

iv. La operación que AMV reprochó a la inculpada, numerada con el folio 1214, consistió en una compraventa con sede en el mercado OTC, suscrita entre el vendedor BBBB y el comprador AAAA en posición propia sobre, nuevamente, \$500.000.000 del TES TFIT15260826.

v. La tasa de interés establecida para la operación 1214 fue de 7,27% E.A., por un valor de \$515.174.000.

vi. Por el margen entre los montos de la venta en corto a un tercero y la compra a BBBB de la especie aludida, AAAA obtuvo una utilidad de \$16.935.000.

La Sala destaca a continuación el contenido más relevante de las conversaciones telefónicas sostenidas entre la señora Coy y el representante legal de BBBB, previas a la celebración de las transacciones cuestionadas y de las cuales se constata que la

inculpada se abstuvo de comunicar a su cliente la totalidad de elementos relevantes de dichas operaciones:

a. Conversación telefónica del 16 de octubre de 2013 a las 11:49:09⁸⁰, entre la investigada y el representante legal de BBBB:

Jeimmy Paola Coy: –Entonces le confirmo. Siendo las once y cincuenta y dos, el señor CCCC (...) autoriza a AAAA, o más bien AAAA le compra a BBBB por posición propia 500 millones de TES de agosto del 26 al 7,40. Eso me da un valor de giro de 509.134.500 [pesos].

CCCC: –Correcto.

b. Comunicación telefónica del 23 de octubre de 2013 a las 10:04:37⁸¹, entre la investigada y el representante legal de BBBB:

Jeimmy Paola Coy: –Le confirmo. A las 10:06 le confirmo que AAAA le compra por posición propia a BBBB en cabeza de CCCC 500 millones de TES de agosto del 26 a una tasa del 7,27, para un valor de giro de 515.174.000 [pesos]...

CCCC: –Correcto.

Observa la Sala que, en relación con las características de las operaciones censuradas, la investigada se limitó a informar a su cliente sobre los siguientes elementos: (i) que las operaciones se realizaron con la posición propia de la compañía comisionista, (ii) que se realizaron sobre el \$500.000.000 del TES TFIT15260826, (iii) las tasas de interés aplicables, sin hacer ningún análisis de contexto, y (iv) el valor de giro de las transacciones.

Sin embargo, para la Sala, la señora Jeimmy Paola Coy se abstuvo de poner al tanto y de explicar al cliente BBBB otras circunstancias y elementos de las operaciones de indiscutible relevancia para fundamentar suficientemente sus decisiones de inversión. La inculpada no ofreció ni suministró a su cliente, como lo exigía la adecuada asesoría, "**toda la información⁸²**" de la que disponía para que el inversionista contara con "**suficientes y adecuados elementos de juicio para la toma de sus decisiones de inversión⁸³**" (original sin negrita).

En efecto, la inculpada omitió mencionar a su cliente y asegurarse de que éste hubiese comprendido que minutos antes de las operaciones de venta realizadas por BBBB los días 16⁸⁴ y 23⁸⁵ de octubre de 2013 sobre \$500.000.000 del TES TFIT15260826, AAAA había

⁸⁰ Minuto 3:04 en adelante del Archivo "WAV 16102013_11.49.09_22657", incluido en el medio magnético asociado al folio 5 de la carpeta de pruebas original.

⁸¹ Minuto 2:10 en adelante del Archivo "201310231004-22657-06131641-4018510", incluido en el medio magnético asociado al folio 3 de la carpeta de pruebas original.

⁸² Resolución 1659, del 17 de octubre de 2008 (confirmada mediante Resolución 911 de 2010) expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia.

⁸³ *Ibidem*.

⁸⁴ La conducta que AMV censuró a la investigada se derivó de una operación de compra realizada el 16 de octubre de 2013 (venta de BBBB a AAAA del TES TFIT 15260826 por la cantidad de \$500 millones), registrada a las 12:06:50. Ese mismo día, en conversación telefónica que inició a las 11:49:09, la investigada obtuvo del representante legal de BBBB la autorización para dicha operación de venta (el momento preciso en el que el inversionista impartió tal instrucción ocurrió entre las 11:51:28 y las 11:51:44). A las 11:51:15 (durante el trascurso de la conversación referida) AAAA cerró una operación de venta en corto con un tercer inversionista sobre el mismo título y en idéntica cantidad, esto es, 15 minutos y 35 segundos antes del registro de la operación censurada y 13 segundos antes de obtener la orden del cliente para realizar dicha transacción.

⁸⁵ De forma análoga a la operación anterior, la segunda conducta que AMV cuestionó a la señora Coy ocurrió el 23 de octubre de 2013 y consistió, también, en una operación de venta de BBBB a AAAA por \$500 millones del TES TFIT

vendido en corto a un tercer inversionista a unas mejores tasas exactamente el mismo título y por la misma cantidad, lo que a las claras favorecía a la firma comisionista. Tampoco se pronunció sobre las tasas de interés a las cuales fueron cerradas dichas operaciones, que sí se ubicaron entre los rangos evidenciados en el mercado transaccional de la BVC para las respectivas fechas.

En el mismo sentido, durante la estructuración y el cierre de las transacciones censuradas la investigada se limitó a plantear al cliente cuáles serían las tasas aplicadas, pero no refirió de modo alguno que dichas tasas se alejaban de los rangos de negociación que presentaba el mercado bursátil y que, por lo tanto, acudir a este escenario hubiera podido resultar más favorable a sus intereses. Aún más, en ambas oportunidades se abstuvo de informar a su cliente que la especie que vendió a AAAA acababa de ser vendida en corto por la firma condiciones más favorables de tasa y monto, y que, en consecuencia, la firma comisionista iba a obtener utilidades derivadas de tales negocios.

El cliente careció de la información *integral* para tomar una decisión de inversión verdaderamente sustentada, "*adecuada, seria y objetiva*⁸⁶" para la toma de sus decisiones de inversión, pues confió de buena fe en las propuestas de su asesora sin saber que las tasas de interés aplicadas a las inversiones que realizó se alejaron de las condiciones de mercado y, menos aún, que la firma comisionista obtuvo una utilidad derivada de ello. La inculpada no puso a disposición de BBBB todos los conocimientos "*económicos y financieros*⁸⁷" de los que disponía al momento de ocurrencia de las operaciones censuradas.

Para la Sala, el comportamiento de la investigada resulta ampliamente reprochable, pues, por la relevancia de la información que dejó de explicar a su cliente, su obrar desdice del papel que ejerció en nombre de AAAA y constituye un abierto incumplimiento del deber de asesoría profesional que debió observar incondicionalmente respecto del cliente BBBB, sin que sea relevante examinar si cumplió o no con las expectativas de ganancia del inversionista, aspecto que por demás no está en discusión en el presente proceso.

Además, según quedó expuesto, en las operaciones cuestionadas la asesoría profesional exigible a la señora Coy frente a su cliente inversionista BBBB se sometía a un estándar más exigente y acentuado, pues la sociedad comisionista de bolsa AAAA figuró como su contraparte en las operaciones cuestionadas.

En síntesis, esta Sala declarará responsable a la señora Jeimmy Paola Coy por la inobservancia del deber especial de asesoría profesional, contenido en los artículos 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 y 5.2.2.3 del Reglamento General de la BVC, que debió desplegar en relación con el cliente inversionista BBBB.

4.5 La señora Jeimmy Paola Coy inobservó el régimen establecido para la administración de conflictos de interés

15260826, registrada a las 10:11:19. Previo a ello, a las 10:04:37 la investigada se comunicó con BBBB y obtuvo, entre las 10:06:47 y las 10:07:12 el visto bueno para efectuar tal operación, y minutos antes, a las 10:01:39, AAAA realizó una venta en corto, de iguales características, con un tercer inversionista, es decir, 9 minutos y 40 segundos antes de la venta realizada por BBBB y 5 minutos y 8 segundos previos a la obtención de la orden respectiva.

⁸⁶ Resolución 1659, del 17 de octubre de 2008 (confirmada mediante Resolución 911 de 2010) expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia.

⁸⁷ Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia del 30 de marzo de 2012, con ponencia del Magistrado Jaime Alberto Arrubla Paucar.

4.5.1. El artículo 7.6.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 define el concepto de conflicto de interés como la *"situación en virtud de la cual una persona en razón de su actividad se enfrenta a distintas alternativas de conducta con relación a intereses incompatibles, ninguno de los cuales puede privilegiar en atención a sus obligaciones legales o contractuales"*.

En opinión del Instructor, la señora Coy quebrantó dicha disposición, en conjunto con el artículo 38.3 del Reglamento de AMV, que obliga a los sujetos de autorregulación a *"prevenir la ocurrencia de conflictos de interés"* o, en el caso de que esto no fuera posible, a *"administrar[lo] en cada caso de manera idónea"*, así como el artículo 38.8 *ejusdem*, que prohíbe a las personas naturales vinculadas a los miembros de AMV actuar cuando *"se encuentren en una situación de conflictos de interés que no haya sido debidamente administrada"* (sic).

4.5.2. Con fundamento en las actuaciones que quedaron expuestas en las secciones precedentes de esta resolución, el investigador coligió que la inculpada estuvo inmersa en una *"situación generadora de conflicto de interés, en la que privilegió el interés de la posición propia de AAAA, por cuanto ésta obtuvo beneficios vía margen a expensas del correlativo detrimento patrimonial del cliente, y por esta vía también privilegió el interés propio, por cuando incrementó su producción en la suma de \$10.625.000, producto de haber comprado en posición propia a su cliente a unas tasas desfavorables para este último"*⁸⁸.

Asimismo, frente a la administración de dicho presunto conflicto de intereses, el órgano de investigación encontró que la inculpada *"no tomó alguna medida para prevenir el conflicto de interés, ni mucho menos para administrarlo cuando ya estaba inmersa en él"*. Añadió, sobre el mismo punto, que no se evidenció que la señora Coy *"hubiera revelado tal situación a su jefe inmediato, al área de control de la firma, o a su cliente"*⁸⁹.

A su turno, la investigada afirmó que en su concepto el conflicto de interés fue administrado por la firma comisionista *"con la definición de un límite al margen de las operaciones OTC"*⁹⁰, que ella acató. Además, señaló que no vio necesario revelar la ocurrencia de un conflicto de este tipo, en tanto que a su juicio éste no existió y, finalmente, reiteró que no recibió ninguna retribución monetaria sobre el margen obtenido por la firma en las operaciones censuradas.

4.5.3. En relación con este particular, la Sala recurre al análisis fáctico efectuado en el numeral 4.4.2.4 de este documento para subrayar las siguientes actuaciones en las que incurrió la señora Coy:

- Como quedó dicho, los días 16 y 23 de octubre de 2013, a las 12:06:50 y 10:11:19, respectivamente, acaecieron las operaciones 1869 y 1214, que AMV reprochó a la investigada y en las que, con la asesoría de ésta, el inversionista BBBB vendió a AAAA el TES TFIT15260826, a tasas de 7,4% y 7,27% E.A., por valores de transacción de \$509.134.500 y \$515.174.000. En las mismas fechas, y unos pocos minutos antes, a las 11:51:15 y 10:01:30, siguiendo el mismo orden, ocurrieron las ventas en corto 1718 y 1084, a través de las cuales AAAA vendió \$500.000.000 del mismo TES a otros inversionistas a tasas del 7.295% E.A, por un monto de \$513.449.500, y de 6,87% E.A., por valor de \$532.109.000.

⁸⁸ Folio 36, carpeta de actuaciones finales.

⁸⁹ *Ibidem*.

⁹⁰ Folio 27, *ibídem*.

- Se reitera, también, que durante los días 16 y 23 de octubre de 2013 las tasas de negociación del TES prenotado en el sistema transaccional de la BVC oscilaron entre 7,29% y 7,303% E.A., y 6,868% y 6,915% E.A., respectivamente. Para la Sala es manifiesto que la investigada tuvo conocimiento de estos datos durante y después de la ocurrencia de las operaciones cuestionadas, teniendo en cuenta su condición de profesional en la intermediación de valores y dado el nivel especializado e inmediato de información que, por su trabajo, le proveía la firma comisionista. Por demás, la inculpada no manifestó desconocer esta información.
- Así, durante el proceso de negociación de las operaciones censuradas la señora Coy tuvo conocimiento de dos situaciones particulares que la situaron en un verdadero conflicto de interés: (i) que el 16 y el 23 de octubre de 2013 la compañía en la que ella laboraba acababa de celebrar ventas en corto sobre el título aludido por valores de \$513.449.500 y \$532.109.000, en su orden, y (ii) que la utilidad obtenida por la compañía derivada de estas operaciones, así como la afectación contable de su producción como empleada, dependerían directamente del precio al que la firma consiguiera comprar valores como los inicialmente vendidos en corto a terceros.

La utilidad de AAAA y el grado de aumento de su producción se supeditaban totalmente al monto en que BBBB decidiera vender los TES. La inculpada tuvo un rol determinante en ello, máxime cuando, como se expuso, no desplegó ninguna gestión tendiente a explorar u ofrecer a su cliente otras posibles alternativas, ni tampoco le informó sobre las mejores condiciones de negociación que se presentaban en el mercado bursátil, que hubieran podido resultar en un precio de venta mayor a favor del inversionista y en, por lo tanto, una menor utilidad para la comisionista y afectación de su producción como asesora.

La Sala coincide con el Instructor, en tanto que la investigada no tomó ninguna medida para administrar correctamente el conflicto de interés en que se halló. Según se lo exigía la normativa examinada, la inculpada debió cuando menos revelarlo previamente a sus superiores en AAAA y, especialmente, a su cliente BBBB, en orden a obtener una autorización, también previa, para intervenir, o bien para abstenerse de participar en los negocios reprochados.

Sin embargo, el panel disciplinario no comparte lo dicho por AMV en cuanto a que la investigada debió "*abstenerse de actuar*⁹¹", bajo el entendido de que no debió desplegar "*las conductas endilgadas en las operaciones realizadas*⁹²". En efecto, conforme a las normas expuestas, la correcta administración de los conflictos de interés no implica necesariamente la inactividad o limitación ante la situación que lo origina sino, fracasada su prevención, una debida administración mediante la adopción de, como lo censuró el Instructor, "*alguna medida para prevenir[lo]*" o "*para administrarlo cuando ya [se está] inmers[o] en él*⁹³" o de, en general, políticas y procedimientos como los que lista, a título de ejemplo, el artículo 38.3 del Reglamento de AMV⁹⁴.

⁹¹ Folio 36, carpeta de actuaciones finales.

⁹² *Ibidem*.

⁹³ Folio 36, carpeta de actuaciones finales.

⁹⁴ El artículo 38.3 del Reglamento de AMV brinda algunos ejemplos de las políticas y procedimientos que los intermediarios de valores pueden implantar para la correcta administración de los conflictos de interés, así:

"**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".

Lo anterior cobra mayor relevancia tratándose de operaciones por cuenta propia, en las que los intermediarios de valores pueden constituirse en directas contrapartes de inversionistas que de ordinario son sus clientes, ampliándose con ello las posibilidades de incurrir en conflictos de interés. En este tipo de negocios la actuación que el mercado espera de los intermediarios de valores y de sus personas naturales vinculadas no es, como lo indicó el Instructor, inhibir su participación sino, tal cual lo indican las normas aplicables, la prevención e idónea administración de los conflictos de interés acudiendo a estrictos estándares de asesoría e información.

Con todo, esto último no resta gravedad ni sustento a la incorrecta administración del conflicto de interés en que incurrió la señora Jeimmy Paola Coy respecto del cliente BBBB, razón por la cual la Sala la considerará disciplinariamente responsable de la violación de los artículos 7.6.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, 38.3 y 38.8 del Reglamento de AMV.

4.6. La señora Jeimmy Paola Coy vulneró los deberes generales de lealtad y profesionalismo que le eran exigibles

4.6.1. En el ámbito de la intermediación de valores las normas de conducta basadas en principios orientadores de mercado tienen el carácter de normas de derecho sustancial en aquellos eventos en los cuales, por sí mismos, poseen la idoneidad para crear, modificar o extinguir relaciones jurídicas concretas⁹⁵.

Tales principios, en esencia, recogen las buenas prácticas y mejores estándares para elevar el profesionalismo del mercado. Se trata pues de normas materiales, sustentadas en el fondo en conceptos como la lealtad, la buena fe, la transparencia, la probidad, el profesionalismo, la seriedad, la idoneidad de los operadores en sus relaciones con los clientes y otros agentes del mercado, que devienen en normas de conducta específica y cuyo incumplimiento amerita un reproche disciplinario de la autoridad de autorregulación.

La posibilidad de formular una censura disciplinaria a un intermediario de valores por cuenta de su eventual transgresión a normas de conducta basadas en principios orientadores del mercado se presenta de este modo como un factor diferenciador de la función disciplinaria del Autorregulador.

La 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 innegable⁹⁶ y su utilización en el derecho disciplinario es

⁹⁵ La aplicación directa de los principios y su reconocimiento como norma de derecho sustancial, ha sido incluso reconocida en escenarios jurídicos tan formalistas como el recurso de casación civil. Así, por ejemplo, en sentencia del 7 de octubre de 2009, con ponencia del magistrado Edgardo Villamil Portilla, esa Alta Corporación admitió 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".

⁹⁶ A manera de ejemplo, extendiendo el horizonte de análisis, en el Derecho de los negocios internacionales, los Principios de UNIDROIT tienen como objeto ser un conjunto de reglas que puedan ser utilizadas con independencia de los diversos sistemas jurídicos y económicos existentes. La respuesta a la pregunta de cuál puede ser la fuente de su obligatoriedad se encuentra en la autonomía de la voluntad de las partes (de hecho, en el ámbito del comercio internacional, bajo dicha autonomía pueden las partes en un contrato escoger a los principios como la "ley del contrato"). Los principios también aplicarán entonces de manera directa en las relaciones jurídicas. De hecho, como lo destaca Oviedo Albán en su obra "Aplicaciones de los principios de Unidroit a los contratos comerciales internacionales", "(...) varios tribunales internacionales los han encontrado aplicables a los contratos por el simple hecho de constituir principios generales de los contratos del comercio internacional reconocidos en diversos sistemas jurídicos del mundo" y lo han hecho sin que haya mediado pacto entre las partes concernidas en la relación jurídica. Plantea dicho autor la posibilidad de que, incluso, en los tribunales de arbitramento internacionales, puedan los

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 consenso⁹⁷ 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 desatención⁹⁸.

El Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, en reconocimiento de esa realidad, habilita en el artículo 36.1 de su Reglamento la eventual imposición de sanciones disciplinarias, por la desatención de esos principios⁹⁹ dando lugar, particularmente, a la eventual sanción derivada de proceder que defrauden los estándares exigibles de prudencia y diligencia, transparencia, honestidad, **lealtad**, claridad, precisión, probidad comercial, seriedad, cumplimiento, imparcialidad, idoneidad y **profesionalismo**.

El deber general de lealtad, consagrado en los artículos 7.3.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 y 36.1 del Reglamento de AMV, ha sido definido por el Tribunal Disciplinario de AMV 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.

Igualmente, el Tribunal ha expresado¹⁰⁰ que el principio de lealtad es susceptible de ser objetivado, no sólo por la finalidad perseguida con el mismo, sino por la obligación de todo aquel que intermedia en el mercado de valores, de conducir los negocios bajo el cumplimiento de lo que exigen las leyes de la fidelidad y las del honor y hombría de bien

árbitros acudir a los Principios para fallar conforme a ellos, atendiendo a que no están obligados a basar su decisión en una ley doméstica particular.

⁹⁷ Solo para abundar, en el ámbito del Derecho Privado la violación de los principios y deberes generales de comportamiento posibilita el Derecho de Acción y genera la obligación de reparar los perjuicios cometidos por quien los incumple, bajo el concepto de culpa in contrahendo.

El principio de la buena fe, por ejemplo, actúa como regla de conducta, que orienta la actuación ideal del sujeto. Luis Díez-Picazo, citado por Oviedo Albán en su obra "*La formación del contrato. Tratos preliminares, oferta, aceptación*" (Editorial Temis, 2008) afirma que "*la buena fe es un criterio objetivo que (...) no solo funciona como un canon hermenéutico, sino también como una fuente de integración del contenido normativo del contrato (...)* En el artículo 1258 del C.C la buena fe está situada en el mismo plano y equiparada a la ley y a los usos normativos, como normas dispositivas o supletorias del negocio jurídico". La buena fe es entonces considerada como un estándar de comportamiento obligatorio. Los principios orientadores del mercado también participan de esa misma característica.

De igual modo, Solarte Rodríguez, en su texto "*La Buena fe contractual y los deberes secundarios de conducta*". (Contratos, Tomo III. Grupo Editorial Ibáñez) expresa que la importancia de la buena fe es hoy en día de tal magnitud que ella es la base de un Principio General de Derecho, que incluso se ha llegado a calificar por la doctrina como "*supremo*" y "*absoluto*", con una trascendencia tal que codificaciones de vanguardia como el Código Civil alemán, han instalado el principio de la buena fe en la cúspide del derecho de las obligaciones. Así mismo, se debe destacar que los denominados "*deberes secundarios de conducta*" (inspirados en esencia en los principios generales del Derecho), son utilizados como ejes del sistema de obligaciones en la regulación de los contratos internacionales y en los proyectos de armonización legislativa europeos en dicha materia.

⁹⁸ IOSCO, en su Principio 6 sostiene que "la autorregulación puede requerir la observancia de normas éticas, que vayan más allá de la regulación gubernamental".

⁹⁹ Y el Estado, representado aquí en la Superintendencia Financiera de Colombia, acoge implícitamente esa posibilidad, al aprobar dicho Reglamento mediante acto administrativo, en el cual bien hubiera podido advertir sobre la imposibilidad de sancionar por el desconocimiento de dichos principios ordenadores del mercado, en caso de encontrarlo ilegal, improcedente o inconveniente.

¹⁰⁰ Resolución 3 del 31 de julio de 2012, proferida por la Sala de Decisión "3" del Tribunal Disciplinario de AMV.

o lo que es lo mismo, bajo la legalidad, verdad y realidad, constituyéndose de esta forma en un modelo de conducta o de comportamiento que corresponde al parámetro que deben observar los agentes del mercado.

De otro lado, el deber de profesionalismo demanda del intermediario una experiencia en el ejercicio de sus funciones y en la forma como adelanta su actividad, pues es esa característica, su práctica, destreza, idoneidad, habilidad, pericia y conocimiento del mercado de valores lo que le permite desempeñar correcta y cabalmente las funciones de promoción e intermediación en nombre y representación de la sociedad comisionista a la que se encuentre vinculado.

Asimismo, este Tribunal ha establecido que los profesionales del mercado están en la indefectible obligación de garantizar al mercado en general que un cliente no recibirá información fragmentada, parcial, incompleta, ficticia, errada, inexacta, confusa o irrelevante, sino al contrario, dispondrá toda la información que dadas las circunstancias particulares de cada inversionista, deba ser tenida en cuenta para determinar el manejo y destinación de sus recursos. Los agentes del mercado están, pues, en el deber de suministrar a sus clientes información integral, suficiente, oportuna y confiable para que éstos adopten debidamente ilustrados en forma clara sus decisiones de inversión.

4.6.2. Para sustentar este cargo, el Instructor reiteró algunos de los argumentos que empleó para sustentar la presunta vulneración del deber de mejor ejecución. A partir de ello, concluyó que la investigada demostró un "*comportamiento desleal*¹⁰¹". También razonó que los "*hechos mencionados y el recaudo probatorio*" evidenciaron el incumplimiento del deber de profesionalismo por parte de la inculpada.

Para la Sala, el Instructor no estructuró esta conducta con base en elementos argumentativos ni probatorios independientes a los expuestos previamente, sino que hizo depender su ocurrencia a la comprobación de los demás cargos endilgado al inculgado.

En criterio de AMV, entonces, la trasgresión de las normas relacionadas con los deberes especiales de mejor ejecución y asesoría implicó el incumplimiento de los deberes de lealtad y profesionalismo exigibles a la señora Jeimmy Paola Coy.

4.6.3. Para la Sala, el comportamiento de la investigada fue desleal, porque se alejó del modelo de conducta que debía observar en su calidad de sujeto de autorregulación. Adicionalmente, tampoco satisfizo el estándar de profesionalismo que sus clientes esperaban, toda vez que no desempeñó correctamente las funciones que le pertenecían, en tanto que no propendió por el mejor resultado para su cliente inversionista BBBB, ni le brindó una debida asesoría profesional.

Por lo dicho, dada la prosperidad de los cargos previamente analizados y por los términos de la imputación, esta instancia asignará a la investigada responsabilidad disciplinaria por la inobservancia de los deberes generales de lealtad y profesionalismo, contemplados en el artículo 36.1 del Reglamento de AMV.

V. CONCLUSIONES FINALES

¹⁰¹ Folio 36, carpeta de actuaciones finales.

Esta instancia encontró suficientes elementos de juicio que comprometen la responsabilidad disciplinaria de la señora Jeimmy Paola Coy frente a la trasgresión de los deberes especiales de mejor ejecución y asesoría profesional, así como ante la inobservancia del régimen establecido para la administración de conflictos de interés en relación con el cliente BBBB. Consecuencialmente, la investigada también faltó a los deberes generales de lealtad y profesionalismo que debió observar respecto de tal inversionista.

La Sala subraya que la infracción probada afecta de manera sustancial la confianza del público en el mercado de valores, pues los clientes suponen y esperan que los agentes del mercado a quienes han confiado sus intereses y patrimonio desplieguen todas las acciones a su alcance para obtener los resultados que les sean más favorables. Igualmente, los inversionistas presumen que los profesionales del mercado les otorgarán recomendaciones personalizadas de inversión y que evitarán incurrir o administrarán adecuadamente los conflictos de interés en que llegaren a encontrarse.

La relevancia de la conducta reprochada exige una respuesta disciplinaria correctiva, disuasoria y proporcional a los hechos nocivos que les sirvieron de causa. Situaciones como las evidenciadas no pueden hacer carrera en el mercado de valores, pues afectan su habitual discurrir negocial en la forma como aquí se ha indicado y hacen mella en el postulado de la confianza sobre el que se cimienta el mercado y, en general, todas las relaciones jurídicas que lo estructuran y subyacen.

Por lo tanto, 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*, esta Sala de Decisión impondrá a la señora Jeimmy Paola Coy las sanciones de suspensión del mercado de valores por el término de seis meses y de multa de \$20.000.000.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Decisión No. "10", integrada por los doctores Segismundo Méndez Méndez (Presidente), Jaime Alberto Gómez Mejía y Hernán Alzate Arias, de conformidad con lo dispuesto en el Acta 336 del 14 de marzo de 2016 del Libro de Actas de las Salas de Decisión, por unanimidad,

RESUELVE

ARTÍCULO PRIMERO: Imponer a la señora **JEIMMY PAOLA COY** las sanciones de **SUSPENSIÓN** del mercado valores por el término de **SEIS (6) MESES** y de **MULTA** de **VEINTE MILLONES DE PESOS (\$20.000.000)**, en los términos de los artículos 82 y 83 del Reglamento de AMV.

ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR a la señora **JEIMMY PAOLA COY** que la **SUSPENSIÓN** se hará efectiva a partir del día hábil siguiente a aquél en que quede en firme la presente Resolución, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 83 del Reglamento de AMV.

ARTÍCULO TERCERO: ADVERTIR a la señora **JEIMMY PAOLA COY** que el pago de la **MULTA** aquí ordenada deberá realizarse dentro de los quince (15) días hábiles siguientes a aquél en que quede en firme la presente Resolución, mediante consignación en la cuenta de

ahorros del Banco 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. La señora **JEIMMY PAOLA COY** deberá informar lo mismo a la Secretaría del Tribunal Disciplinario.

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.

ARTÍCULO CUARTO: 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 QUINTO: 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

SEGISMUNDO MÉNDEZ MÉNDEZ
PRESIDENTE

YESID BENJUMEA BETANCUR
SECRETARIO