

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA - AMV-

TRIBUNAL DISCIPLINARIO

SALA DE DECISIÓN N° "11"

RESOLUCIÓN No. 5

Bogotá, D.C., treinta y uno (31) de mayo de dos mil dieciséis (2016)

NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: 01-2014-366
INVESTIGADO: JHON MARIO LLANOS GARZÓN
LEONARDO MARIO JARAMILLO PINZÓN
OLGA CAROLINA TRUJILLO ÁLVAREZ
RESOLUCIÓN: PRIMERA INSTANCIA

La Sala de Decisión N° "11" del Tribunal Disciplinario de AMV, en ejercicio de sus atribuciones legales, estatutarias y reglamentarias, plasma la decisión tomada en sesión del 3 de mayo de 2016, previo recuento de los siguientes,

1. ANTECEDENTES

1.1. El 17 de diciembre de 2014 el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (en adelante AMV), en ejercicio de las facultades establecidas en el artículo 57 de su Reglamento, solicitó explicaciones personales a los señores John Mario Llanos Garzón, Leonardo Mario Jaramillo Pinzón y Olga Carolina Trujillo Álvarez, Director E-Trading, Gerente de Inversiones y Asistente de Registro, respectivamente, de AAAA S.A. (AAAA, en adelante), para la época de los hechos, por el posible desconocimiento de los artículos 50 de la Ley 964 de 2005, y 48 y 36.1 del Reglamento de AMV¹.

¹ **Artículo 50. Infracciones.** Se consideran infracciones las siguientes:

(...)

b) Realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o coadyuvar con transacciones u otros actos relacionados, que tengan como objetivo o efecto:

(...iii) Aparentar ofertas o demandas por valores;

iv) Disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor."

"Artículo 48 Manipulación de mercado Los sujetos de autorregulación se abstendrán de incurrir en las situaciones descritas en el literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005".

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

1.2. El 21 de enero de 2015 la señora Trujillo Álvarez presentó las explicaciones solicitadas. El 23 de enero del mismo año lo hicieron los señores Llanos Garzón y Jaramillo Pinzón.

1.3. El Instructor evaluó las explicaciones de los investigados, pero no las consideró de recibo, por lo cual el 9 de junio de 2015 elevó pliego de cargos que los señores Llanos Garzón y Trujillo Álvarez contestaron el 23 y 24 de junio de 2015, respectivamente, y el señor Jaramillo Pinzón el 6 de julio del mismo año.

1.4. El 30 de julio de 2015 la apoderada del señor Jaramillo Pinzón solicitó la celebración de la audiencia de que trata el artículo 75 del Reglamento de AMV.

2. SÍNTESIS DE LOS HECHOS Y LA IMPUTACIÓN

Para poner en contexto los hechos investigados, el Instructor señaló: (i) que el 14 de mayo de 2014 el MSCI Equity Indexes dio a conocer que a partir del 30 de mayo del mismo año la acción de BBBB no haría parte del índice MSCI Colombia, (ii) que desde la fecha del citado anuncio y hasta el 29 de mayo de 2014 el precio de la acción ordinaria de BBBB "osciló entre \$25.040 y \$26.160, y el volumen negociado pasó de \$4.130 a \$24.335 millones" (sic), y (iii) que el 30 de mayo de 2014 se presentó "como era previsible un comportamiento inusual" en la negociación de esta especie, al transarse una cantidad de 11.553.786 acciones, "por un volumen total de \$294.483 millones y a un precio promedio de \$25.488,05" (sic).

Ahora bien, en relación con los hechos sobre los cuales estructuró la investigación, el Instructor indicó que el 30 de mayo de 2014 el señor CCCC, cliente de AAAA, adquirió un total de 1.014.331 acciones ordinarias de BBBB, a un precio promedio de \$25.322,15 por título, y vendió 826.267 acciones de esta especie, a un precio promedio de \$25.583,57, con lo cual obtuvo una utilidad de \$216 millones. Dijo que vendió las 188.064 acciones restantes el día hábil siguiente, es decir el 3 de junio de 2014, a un precio de \$26.206,25 con lo cual obtuvo una utilidad total de \$382 millones.

Respecto de la venta de las 826.267 acciones, el Ente investigador precisó que 226.267 fueron vendidas entre la 1:58:15 p.m. y las 2:14:09 p.m., y 600.000 lo fueron en la subasta de cierre de ese mismo día, bajo una "estrategia previamente concebida y premeditada" entre el inversionista CCCC y los tres investigados.

Señaló que, según está probado en las conversaciones telefónicas sostenidas entre los inculcados y el señor CCCC, la mencionada estrategia consistía en ingresar puntas de compra sobre la acción de BBBB, al límite superior, las cuales se debían retirar antes del cierre de la subasta, forzando con ello el precio de la acción al alza, para beneficiar al citado cliente.

Explicó que el señor Llanos Garzón ingresó a las 2:55:01 p.m. una punta por 500.001 acciones², a un precio de \$26.720, la cual modificó a 500.004 acciones a las 2:56:32 p.m. y finalmente la retiró a las 2:57:44 p.m.; la señora Trujillo Álvarez ingresó a las 2:55:03 p.m. una punta de compra por 500.002 acciones³ a un precio de \$26.720, que retiró a las 2:58:18, y el señor Jaramillo Pinzón ingresó a las 2:55:00 p.m. una punta de compra

² Esta orden fue ingresada bajo el código "001117" perteneciente a John Mario Llanos Garzón

³ Esta orden fue ingresada bajo el código "001096" perteneciente a Olga Carolina Trujillo Álvarez

por 500.003 acciones⁴ a un precio de \$26.720 y la retiró a las 2:59:06 p.m. Tal proceder, según el Instructor, fue deliberado y coordinado.

Una vez retiradas las puntas de compra el señor Llanos Garzón ingresó, por orden del citado inversionista, una punta de compra por 600.000 acciones, la cual se cerró al precio de equilibrio, es decir \$25.600, maniobra que le permitió al cliente CCCC obtener una utilidad de \$167 millones.

A partir de los hechos descritos el Instructor le imputó a los señores John Mario Llanos Garzón, Leonardo Mario Jaramillo Pinzón y Olga Carolina Trujillo Álvarez la violación de los ordinales iii) y iv) del literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005 y de los artículos 48 y 36.1 del Reglamento de AMV, porque, a su juicio, las posturas de compra que ingresaron al sistema de negociación el 30 de mayo de 2014 sobre la acción ordinaria de BBBB y por cuenta del cliente CCCC, *"tuvieron el propósito o efecto de i) Aparentar demandas por valores, y/o ii) Aumentar artificialmente el precio de la acción de BBBB en el mercado de valores, e iii) Incumplir el deber de lealtad exigible a las personas naturales vinculadas"*(sic).

Al sustentar las conductas, tanto en la Solicitud Formal de Explicaciones, como en el Pliego de Cargos, AMV aseguró que la conducta asumida por los investigados encaja dentro de las prácticas manipulativas del precio de una acción en el mercado de valores, pues la intención del cliente, según se advierte, en su criterio, en las conversaciones que obran en el expediente, no era comprar más acciones del referido emisor, sino vender las que había adquirido previamente ese día, a un precio superior, para lo cual los inculpados, de manera sincronizada con el inversionista, ingresaron puntas de compra en la subasta de cierre del 30 de mayo de 2014 por el límite superior, con el fin de forzar al alza el precio indicativo.

3. SÍNTESIS DE LOS ARGUMENTOS PLANTEADOS POR LA DEFENSA

En sus escritos de explicaciones y de descargos, los investigados adujeron los siguientes argumentos de defensa:

3.1. Argumentos de John Mario Llanos Garzón

1. El comportamiento alcista del precio de la acción de BBBB, el 30 de mayo de 2014, no fue el producto de un acto de manipulación o de demandas aparentes, sino el reflejo de la tendencia propia del mercado, que se corrobora por el hecho de que al día hábil siguiente, es decir el 3 de junio del mismo año, el precio de venta promedio fue de \$26.206,25, esto es \$368,68 pesos más que el precio promedio de venta del día de los hechos, que fue de \$25.837,57.

2. La teoría de AMV, acerca de una manipulación a partir del ingreso de demandas sobre la acción de BBBB, omite tener en cuenta que el momento de adjudicación de la subasta de cierre es aleatorio, lo cual descarta la inclusión de demandas aparentes, pues quien participa en esta subasta asume un alto riesgo de

⁴ Esta orden fue ingresada bajo el código "001021" perteneciente a Lourdes Higuera Cala. Sin embargo esta funcionaria no aparece mencionada en ninguna de las grabaciones mediante las cuales se planeó la estrategia de negociación. No obstante, en sus explicaciones y según las grabaciones (conversación de las 2:47:40 p.m.) esta postura la ingresó Leonardo Jaramillo Pinzón.

que sus puntas sean adjudicadas en cualquier momento, al precio calculado por el algoritmo del sistema.

3. Tanto las operaciones de compra efectuadas por cuenta del señor CCCC en la sesión de mercado abierto del sistema de negociación, como las ventas celebradas en la subasta de cierre, fueron llevadas a cabo con contrapartes desconocidas, aspecto que es necesario tener en cuenta en la evaluación de prácticas manipulativas como las que ahora se endilgan, pues éstas por lo general se realizan mediante operaciones cruzadas y preacordadas.

4. Las puntas de compra que ingresó por cuenta del cliente CCCC, y que AMV califica de subrepticias, fueron visibles, abiertas y ostensibles para el mercado, y no podía ser de otra forma, ya que las posturas que ocultan parcialmente el monto a negociar son retiradas automáticamente por el sistema. Adicionalmente, las puntas objeto de reproche fueron en firme, como se deduce de las conversaciones sostenidas con el referido inversionista, en las cuales no existió ninguna manifestación acerca de que serían retiradas, para luego vender.

5. Aunque AMV cuestiona que los sujetos investigados en esta actuación ingresaron las puntas de compra de manera sincronizada con el cliente, al límite superior, pasa por alto que sincronizar posturas no es, en modo alguno, una conducta cuestionable, y de serlo habría que proscribir el arbitraje, el cual se fundamenta en la sincronía de precios en diferentes plazas. Además, hablar de "límite superior" como lo hace el Instructor es desconocer que el mecanismo de fijación de precio es un algoritmo, que lo que define es un precio indicativo en un rango de tiempo incierto y no un precio límite. En todo caso, según consta en las conversaciones telefónicas del 30 de mayo de 2014, las demandas ingresadas ese día a la subasta de cierre por cuenta del cliente no modificaron el precio indicativo.

6. Vender a un precio más alto del que se pretende comprar no es una conducta reprochable, sino loable en el mercado bursátil, y un cuestionamiento de AMV sobre el particular puede resultar dañino e incluso ilegal, pues es el cliente el que define el nivel al que quiere negociar. Sin perjuicio de esto, en el caso concreto está probado que el 30 de mayo de 2014 el cliente no vendió al precio más alto, ya que al día hábil siguiente, y en las ruedas posteriores, el precio continuó subiendo, hasta niveles superiores a los \$30.000.00.

7. Las puntas ingresadas a la subasta no fueron aparentes, como lo asegura el Instructor, porque estuvieron antecedidas de una orden impartida por el cliente, y fueron expuestas en el sistema por más de cuatro minutos. De hecho, de haber sido adjudicadas el cliente habría pagado la suma correspondiente, como él mismo lo aseguró en las conversaciones telefónicas que hacen parte de la investigación y en la declaración rendida ante AMV, en la que aseguró que estaba interesado en completar la adquisición de acciones de BBBB que no había podido lograr en la adjudicación de acciones preferenciales del mismo emisor.

8. AMV afirma que con ocasión de los hechos investigados existió una afectación a la confianza del mercado de valores; no obstante, tal aseveración no está probada, pues no existió un cambio en la tendencia alcista registrada entre el 30 de mayo y el 3 de junio de 2014 y, además, no ha habido una queja al respecto, todo lo cual debilita la hipótesis de una vulneración del mercado.

9. En el pliego de cargos AMV citó una doctrina del Tribunal Disciplinario, según la cual en la determinación de las conductas manipulativas es necesario considerar elementos tales como la manera en que las ofertas son ingresadas al sistema, la dinámica de la negociación, los movimientos históricos del precio de la acción, el volumen de negociación previo a la operación cuestionada y la liquidez del respectivo valor. Según el Instructor, el análisis de estos aspectos en el caso concreto confirma la tesis de una manipulación, producto del ingreso de puntas de compra sobre la acción de BBBB. Sin embargo, la citada doctrina es posterior a los hechos y a la fecha en que se rindieron las explicaciones, por lo cual al hacer uso de ella AMV atentó contra el principio "*nullum crime, nulla poena sine praevia lege*". Adicionalmente, dijo, afectó el correcto ejercicio del derecho de defensa y debido proceso, ya que a la fecha no le ha sido posible acceder a la providencia en la que se recoge dicha doctrina.

10. La acción ordinaria de BBBB, que fue objeto de negociación el 30 de mayo de 2014 por cuenta del cliente CCCC, mantiene un spread con la acción preferencial del mismo emisor; por tanto, la posibilidad de una manipulación es poco probable, máxime si se tiene en cuenta que el volumen que se negocia diariamente sobre esa especie es bastante alto.

3.2. Argumentos de Olga Carolina Trujillo Álvarez

En su defensa la señora Trujillo Álvarez argumentó lo siguiente:

1. En la actuación disciplinaria no está acreditado un supuesto actuar consciente y deliberado de su parte para ingresar ofertas aparentes a la subasta de cierre, el 30 de mayo de 2014. De las conversaciones transcritas en la Solicitud Formal de Explicaciones y en el Pliego de Cargos no se deduce que hubiera un acuerdo entre los sujetos investigados. Tampoco tenía razones para sospechar que existía un convenio entre los señores Llanos Garzón y Jaramillo Pinzón con el inversionista.

2. Las puntas de compra sobre la acción de BBBB no fueron aparentes porque se derivaron de instrucciones claras y precisas de los asesores comerciales del cliente, es decir de los señores Llanos Garzón y Jaramillo Pinzón, y fueron expuestas en la pantalla de negociación para todo el mercado por un tiempo "*bastante representativo*".

3. Su participación en los hechos investigados fue accidental y circunstancial, lo cual se evidencia en no haber hecho parte de las conversaciones telefónicas que sostuvo el señor Llanos Garzón con el cliente, en los minutos previos al inicio de la subasta, así como en el hecho de que en tales llamadas el cliente nunca se refirió a ella de manera específica, lo cual era imposible ya que no se conocían para la época de los hechos.

4. Siempre actuó con la convicción errada e invencible de que la conducta desplegada por los señores Llanos Garzón y Jaramillo Pinzón, a quienes debía obediencia dado que eran sus superiores jerárquicos, no constituía una falta disciplinaria, pues ellos eran asesores debidamente certificados por AMV, con suficientes credenciales profesionales y éticas. Adicionalmente, los hechos cuestionados no pueden valorarse de manera independiente al hecho objetivo y probado de que obedecía las instrucciones de los otros dos inculpados, quienes a su

vez obraban bajo el contrato de mandato con el cliente, que no ha sido objeto de controversia por parte de AMV.

5. Dado que su cargo era el de digitadora, sus funciones se restringían únicamente al ingreso de ofertas, demandas y posturas al sistema de negociación, de acuerdo con las instrucciones impartidas por los respectivos operadores. En ese sentido, como quiera que la finalidad del proceso disciplinario es, según el artículo 56 del Reglamento de AMV, determinar la responsabilidad disciplinaria por el incumplimiento de la normatividad vigente, le correspondía a AMV demostrar la inobservancia de sus funciones como digitadora, de lo cual no existe prueba en el proceso.

6. En su calidad de digitadora para la época de los hechos investigados no tenía ningún grado de discrecionalidad para la toma de decisiones, luego es un contrasentido atribuirle conductas que, como la manipulación, requieren para su ejecución de dicho elemento discrecional.

7. De acuerdo con su estatus de certificación (digitadora) y su contrato de trabajo en AAAA, el 30 de mayo de 2014 no cabía una conducta diferente a la que efectivamente ejecutó, es decir ingresar puntas por cuenta del cliente, pues de no haber actuado así habría incurrido en incumplimiento al contrato de trabajo.

8. Constituye una violación al principio de legalidad y al debido proceso que AMV aduzca, para sostener su tesis sobre una supuesta conducta manipulativa, una doctrina del Tribunal Disciplinario que fue emitida con posterioridad a la época de los hechos y a la fecha que fueron presentadas las explicaciones.

3.3. Argumentos de Leonardo Mario Jaramillo Pinzón

El señor Jaramillo Pinzón adujo los siguientes argumentos:

1. La tipicidad de la conducta de manipulación que le fue imputada requiere el conocimiento y la voluntad del autor, es decir actuar con dolo; sin embargo, en el ingreso de la orden de compra de 500.003 acciones de BBBB por cuenta del señor CCCC ni su voluntad, ni su conocimiento se orientaron a presionar el precio al alza con el fin de que el referido cliente obtuviera una utilidad, como lo afirma AMV.

2. Las conversaciones telefónicas que obran en el expediente y que fueron transcritas en la Solicitud Formal de Explicaciones y en el pliego de cargos no prueban que él hubiese participado en una estrategia previamente concebida y premeditada con el inversionista y con los otros investigados. De hecho, ni la señora Trujillo Álvarez, ni él tenían claridad sobre la naturaleza de la orden, y fue sólo hasta el momento de la subasta de cierre que se enteraron que el señor CCCC retiraría las puntas.

3. El acercamiento y ofrecimiento que hizo al cliente el 30 de mayo de 2014 antes del inicio de la subasta de cierre, en el sentido de ayudarlo para la negociación de acciones en el sistema de la BVC, se explica porque fue su funcionario comercial para la intermediación de valores por más de 4 años y porque era obvio suponer que dicho inversionista, dado su conocimiento y experiencia en el mercado de valores, operaría sobre la especie de BBBB con ocasión del anuncio efectuado el 14 de mayo de 2014 por el MSCI y del rebalanceo que se efectuaría sobre el precio de dicha especie.

4. Ingresó la punta de compra por cuenta del cliente en el claro entendido de que era parte de una estrategia propia de éste último para asegurar un puesto en la pila y no perder la prioridad, debido al funcionamiento mismo de la subasta de cierre. Adicionalmente, actuó con el firme convencimiento de que el inversionista realmente quería comprar acciones de BBBB, y no como parte de un esquema de negociación encaminado a forzar el precio al alza.

5. AMV no probó técnicamente que con la orden de compra de 500.003 acciones de BBBB se propició una tendencia al alza sobre el precio de dicha especie, es decir, no demostró que, de no haber ingresado esta punta, el precio de venta de las 600.000 acciones por parte del cliente habría sido menor al que efectivamente negoció.

6. El ingreso de puntas a la subasta de cierre por el límite superior o inferior no pretende forzar el precio de una especie a la baja o al alza, sino mantener el puesto o prioridad en la orden, y es una práctica de mercado permitida por el sistema administrado por la BVC.

7. AMV desconoció su derecho de defensa, porque no valoró, ni tuvo en cuenta, el documento aportado por la defensa titulado "REGLAS DE NEGOCIACIÓN DEL MERCADO ACCIONARIO DE COLOMBIA", que demuestra que, dado el funcionamiento de la subasta de cierre, es posible ingresar puntas por el límite superior e inferior para no perder la prioridad. Adicionalmente, negó decretar como pruebas las declaraciones de los señores John Mario Llanos Garzón y CCCC, a pesar de que eran conducentes, pertinentes y útiles, y aunque debido a la insistencia de la defensa AMV decidió posteriormente practicar la declaración del señor CCCC, lo cierto es que durante la respectiva diligencia el Instructor asumió una actitud pasiva pues no formuló preguntas sobre los hechos, y cuando la apoderada pretendió hacerlo fue constantemente objetada. Asimismo, el Instructor falló en la adecuada valoración de dicha declaración, porque decidió tener en cuenta las manifestaciones que apoyaban su tesis de cargo, y desechar las que desvirtuaban la imputación.

8. Aunque AMV indicó en el pliego de cargos que *"según consta en las conversaciones y en algunos apartes de las declaraciones del señor CCCC, los investigados actuaron de manera consciente y deliberada al cierre de la subasta del 30 de mayo de 2014"*, no especificó cuáles serían los apartes de las llamadas telefónicas y de la declaración del cliente que, a su juicio, demostrarían que él, en su calidad de Gerente de Inversiones de AAAA, planeó y acordó con los otros inculpados una estrategia para aparentar demandas sobre la acción.

9. El Instructor no evaluó de manera seria, técnica y razonable los elementos de la doctrina del Tribunal Disciplinario que citó en el pliego de cargos; es decir, la manera como se ingresaron las intenciones de compra al sistema, la dinámica de la negociación, los movimientos históricos de la acción de BBBB y la liquidez de la acción, pues no analizó, ni efectuó ninguna referencia sobre el funcionamiento de la subasta de cierre del sistema de negociación de acciones, la atipicidad del ingreso de órdenes al límite superior y de fraccionar las órdenes de los clientes, como tampoco la supuesta irregularidad que pudiera derivarse del hecho de que un inversionista cambie, durante el funcionamiento de la subasta de cierre, la posición que operó en el mercado abierto con calce automático.

4. CONSIDERACIONES DE LA SALA

4.1. CONSIDERACIONES PRELIMINARES.

4.1.1. COMPETENCIA DE LA SALA DE DECISIÓN

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 para determinar la posible responsabilidad de los "*sujetos de autorregulación*", ante el incumplimiento de la "*normatividad aplicable*", con el fin 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. Estas normas, por demás, se presumen conocidas y aceptadas por los sujetos de autorregulación, según lo prevé el artículo 31 del Reglamento de AMV, en los siguientes términos: "*[l]os estatutos y los reglamentos de AMV se presumen conocidos y aceptados por los sujetos de autorregulación*".

En el caso bajo examen, la Sala evidencia que para la época de los hechos, es decir el 30 de mayo de 2014, los señores Llanos Garzón, Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón estaban vinculados a AAAA, sociedad comisionista de bolsa miembro de AMV, es decir que tenían la calidad de personas naturales vinculadas a un intermediario y, por ende, de *sujetos de autorregulación*.

En ese sentido, los señores Llanos Garzón, Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón tenían la obligación de acatar la normatividad aplicable y de someterse a la potestad disciplinaria del Autorregulador ante las eventuales infracciones en que incurrieran, mientras mantuvieran la condición de sujetos de autorregulación.

Adicionalmente, el Instructor acusó a los inculpados de la vulneración de los artículos 50 de la Ley 964 de 2005, y 48 y 36.1 del Reglamento de AMV, todas ellas disposiciones propias de la intermediación del mercado de valores (que es a su vez el escenario que habilita las competencias del Autorregulador, entre ellas la disciplinaria).

Es clara, pues, la competencia de esta Sala de Decisión para pronunciarse de fondo sobre la presente actuación disciplinaria.

4.1.2. GRABACIONES DE LLAMADAS TELEFÓNICAS

El artículo 29 de la Ley 964 de 2005 faculta a los organismos de Autorregulación para "*decretar, practicar y valorar [las] pruebas*" necesarias en orden a determinar la

existencia o ausencia de responsabilidad disciplinaria en cabeza de los sujetos investigados.

En el mismo sentido, el artículo 61 del Reglamento de AMV, conocido y aceptado por los investigados como sujetos de autorregulación, establece que en los procesos disciplinarios rige el principio de libertad probatoria, de forma que, en su desarrollo, resulta admisible el empleo de *"cualquier medio de prueba recaudado entre otros los medios físicos o electrónicos que sean útiles para la formación del convencimiento"*. Dicha norma incluye, taxativamente, las **"grabaciones de voz"** (se resalta).

Y a propósito de las grabaciones de voz, a los intermediarios de valores les son impuestas por el mencionado Reglamento cargas específicas de registro y trazabilidad de las conversaciones, para efectos de control posterior, entre otros por el Autorregulador. En efecto, el artículo 46.6 de la norma citada preceptúa que los intermediarios de valores deben *"establecer procedimientos y mecanismos técnicos, seguros y eficientes que permitan la adecuada grabación y reproducción de las comunicaciones telefónicas que tengan lugar para la realización de operaciones sobre valores"* y deben, además, *"estar en condiciones de suministrar de manera oportuna"* dichas grabaciones cuando las autoridades las requieran.

Estos argumentos conducen a que este panel disciplinario tenga por admisible y plenamente válida, conforme a la normativa reseñada, la valoración de las grabaciones telefónicas sobre la cuales el Instructor estructuró esta actuación disciplinaria, que serán examinadas en la sección 4.2 de esta resolución. Además, en respeto de las garantías que comprenden el derecho fundamental al debido proceso, tales evidencias documentales fueron debida y oportunamente trasladadas a los investigados, quienes contaron con la oportunidad de oponerse a ellas y controvertirlas con los medios de prueba de su elección, como en efecto lo hicieron.

4.1.3. SOLICITUD DE AUDIENCIA ANTE LA SALA DE DECISIÓN

Según se indicó en el acápite de antecedentes de esta resolución, el 30 de julio de 2015 la apoderada del señor Jaramillo Pinzón solicitó por escrito la celebración de una audiencia ante el Tribunal Disciplinario, con fundamento en el artículo 75 del Reglamento de AMV, norma que dispone que *"[l]os investigados podrán solicitar a la Sala de Decisión que se celebre una audiencia en la que puedan exponer su versión sobre los hechos del proceso"*.

Respecto de la oportunidad en la presentación de esta petición, el artículo 11 del Reglamento Interno del Tribunal Disciplinario, publicado en la página web de AMV⁵, establece que la celebración de una audiencia en primera instancia podrá *"solicitarse dentro de un plazo que no exceda los diez (10) días hábiles siguientes a la fecha de vencimiento del término establecido para pronunciarse sobre el pliego de cargos"*.

En el caso concreto, dado que el pliego de cargos fue formulado por AMV el 9 de junio de 2015, la fecha máxima para presentar los descargos vencía el 7 de julio de 2015, es decir que el investigado tuvo hasta el 22 de julio del mismo año para elevar su petición de audiencia; no obstante, la solicitud fue presentada por la defensa del señor

⁵ Publicado en la página web de AMV: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20141105113303.pdf>

Jaramillo Pinzón el 30 de julio de 2015, lo que quiere decir que la solicitud así formulada es extemporánea, y por tanto, no es posible para esta Sala acceder a su celebración.

4.2. PLANTEAMIENTOS DE FONDO

4.2.1. LA INTEGRIDAD DEL MERCADO Y SU IMPORTANCIA. APARENTAR OFERTAS O DEMANDAS POR VALORES Y MANIPULACIÓN DEL PRECIO DE UN VALOR. APROXIMACIÓN CONCEPTUAL.

La intervención de los reguladores en el mercado de valores, a través del establecimiento de reglas prudenciales y de conducta, propende, entre otros objetivos, por lograr que el mercado funcione en condiciones de eficiencia y transparencia. La reglamentación sobre abusos de mercado es un claro ejemplo del objetivo de alcanzar dicho fin, pues este tipo de conductas, que suelen esconder motivaciones ilegítimas (cuando no ilegales), implican una interferencia grave en el normal funcionamiento u operación del mercado por actores que en él operan, con la indeseable consecuencia de que resienten su transparencia, alteran la libre concurrencia que le es inherente, interfieren en las sanas dinámicas de la formación de los precios, y distorsionan y crean una mala práctica en el uso de herramientas y negocios en principio válidos para concretar los tratos.

De ahí que el ordenamiento jurídico que rige el mercado de valores proscriba, entre otros comportamientos, todos aquellos actos que tengan la intención o el efecto de crear impresiones engañosas en el mercado y en los agentes que intervienen en él. El acto será engañoso cuando genere falsas expectativas o impresiones en torno a la demanda, la oferta o la disponibilidad del instrumento⁶.

La intervención de un sujeto en el mercado de valores bajo intereses ocultos o simulados en torno a un determinado instrumento o negociación, no sólo constituye una afrenta contra la esencia del mercado de valores, - servir como un espacio para el encuentro entre oferentes y demandantes con un interés legítimo, objetivo y real sobre un valor-, sino que, aún más grave, tiene un efecto nocivo en su funcionamiento, pues distorsiona la información con base en la cual los participantes adoptan sus decisiones de inversión. Sin duda, la voluntad de un inversionista de comprar o vender un valor, en cierto momento, a un precio específico y en cierta cantidad, es influenciada en gran medida por el interés que refleja el mercado, es decir por las ofertas o demandas disponibles.

Ahora bien, también constituye un acto engañoso, y, por ende, proscrito en el ordenamiento jurídico cualquiera que esté encaminado o tenga el efecto de afectar de manera ilegítima el proceso de formación de precios⁷, ya que la eficiencia de un mercado depende, entre otras cosas, de que el valor atribuido a un instrumento sea el resultado de un intercambio natural entre oferentes y demandantes.

En ese sentido, en la exposición de motivos de la Ley 964 de 2005 el regulador consignó con especial precisión:

⁶ Price Manipulation in Financial Markets. How to Define Illegal Price Manipulation. Albert S Kyle and Viswanathan. Mayo de 2008.

⁷ IOSCO International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Mayo de 2003, disponible en <http://iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO154.pdf>.

*"El buen funcionamiento, la justicia y la integridad del mercado están estrechamente relacionados con la protección de los derechos de los inversionistas y, **muy especialmente con un proceso adecuado de formación de precios.***

Para garantizar la obtención de este objetivo, el esquema de regulación y supervisión se concentra en la definición, detección y sanción de las prácticas desleales de negociación y las conductas contrarias al mercado. Lo anterior, debe fomentar un proceso de formación de precios eficiente y transparente, fomentando la confianza del público en el mercado de valores" (se resalta).

Ahora bien, de presentarse alguna de los comportamientos descritos, es evidente que las distintas instancias del mercado deben emplearse a fondo para tomar las medidas que fuera menester; sin embargo, habida cuenta de la necesaria severidad del reproche de estas conductas, y como una manera de mantener el adecuado equilibrio en las relaciones jurídicas, se exige que en su configuración las autoridades llamadas a disciplinar su ocurrencia sean particularmente rigurosas, y asuman, por ende, la carga de fundamentar y acreditar los elementos que a su juicio la sustentan en cada caso en particular.

Efectuadas estas consideraciones de orden conceptual, que orientan el ejercicio de valoración de la responsabilidad disciplinaria de los sujetos de autorregulación que le corresponde llevar a cabo a este Tribunal Disciplinario, a continuación procede esta Sala de Decisión a analizar los hechos y pruebas que hacen parte de la actuación disciplinaria, para determinar si los inculpados violaron o no los artículos 50 de la Ley 964 de 2005, y 48 y 36.1 del Reglamento de AMV.

4.2.2. ANÁLISIS DEL CASO CONCRETO

A juicio de AMV, los señores Llanos Garzón, Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón incurrieron en la infracción de las normas referidas, habida cuenta de que el 30 de mayo de 2014 ingresaron al sistema de negociación de acciones de la BVC posturas sobre la acción de BBBB, que *"tuvieron el propósito o efecto de"* aparentar demandas sobre dicha especie y aumentar artificialmente su precio en el mercado de valores.

Para el Instructor, constituyen pruebas esenciales de dicho maniobrar cinco conversaciones telefónicas que tuvieron lugar el día de los hechos y que fueron grabadas por AAAA, en cumplimiento de la obligación prevista en el artículo 46.6 del Reglamento de AMV, pues según lo manifestado por aquél en la Solicitud Formal de Explicaciones y en el Pliego de Cargos, de su contenido se colige que los inculpados *"actuaron de manera consciente y deliberada"* en el ingreso de tres posturas de compra al sistema de negociación de la BVC, con el propósito de aparentar demandas sobre la acción de BBBB, y que luego retirarían para vender a un precio más alto parte de las acciones que ese 30 de mayo de 2014 había comprado el señor CCCC.

La primera de estas llamadas, identificada en el sistema de grabación de AAAA como "20140530-141930-1304", se llevó a cabo a las 2:19:30 p.m. del 30 de mayo de 2014 entre el señor Llanos Garzón y el cliente CCCC. En esta conversación el referido inversionista le comentó a su interlocutor lo siguiente:

"(...) vino, vino Leonardo aquí a brujear (...) aquí estaba el hombre que si me he batido muy duro (...) le dije ahí me he batido algo pero necesito que me ponga 500 al final allá (...) me dijo que iba a estar ahí al pie de Liliana para que bote 500 y usted me bota 500 y esta otra china 500".

La segunda conversación, identificada en el sistema de grabación de AAAA como "20140530-142334-1304", tuvo lugar el mismo día, a las 2:23:34 p.m., entre los señores Llanos Garzón y CCCC. En esa oportunidad, el cliente le impartió al investigado Llanos Garzón las siguientes instrucciones, frente a las cuales éste último manifestó su asentimiento:

"(...) necesito que hagamos lo siguiente para estar bien coordinados (...) usted envía una con 500.001 acciones (...) y esta chiquita 500.002 acciones (...) Leonardo 500.003 acciones vale cuando yo le diga retire las 500.001 que sepa cuál es o según la que le vaya a decir que la retire (...) o sea 500.001 va a ser la suya (...) 500.002 la pelada de allá y Leonardo el 3 (...)".

En la tercera llamada, llevada a cabo a las 2:33:00 p.m. e identificada en el sistema de grabación de la firma como "20140530-143300-1139", nuevamente interactuaron los señores Llanos Garzón y el cliente CCCC en los siguientes términos:

*"(...) **John Llanos:** ahí tengo otra pantalla lista por si necesita, o sea tengo 4 (...) yo soy el 01 (...) la grandota, la niña de allá es el 02 (...) el cenizo es el 03, si necesitamos otra ya tengo la 04.*

***CCCC:** ah bueno, yo estoy aquí con la mía también pero toca botar 500.000, 500.000 y 500.000 una para yo saber que la elimine (...) o sea yo tendría que decirle a usted elimine por ejemplo pelada que es el 2 (...) porque como no sé en qué orden van a entrar (...) entonces apenas salga el indicativo todos nos tenemos que botar (...) al límite superior y ahí se mira cuáles se van a eliminar de acuerdo a lo que vayan a botar y si botan una partida grande y uno está ganador pues las deja que se las claven todas*

***John Llanos:** listo, listo... todo eso es en compra cierto?*

***CCCC:** todo eso es compra si (...)".*

La cuarta conversación corresponde a la grabación identificada como "20140530-143903-1139", y fue entablada a las 2:39:03 p.m. entre los señores Llanos Garzón y el cliente CCCC. En esencia, a través de esta llamada los mencionados interlocutores acordaron comunicarse una vez más a través de una conferencia originada desde una sola extensión telefónica en la que podían participar "todos", frente a lo cual el cliente indicó "ah bueno mejor...mejor...mejor... o sea que yo le ordene quite anule tal y todos escuchan ahí cierto".

La última conversación, identificada en el sistema de grabación de AAAA como "20140530-144740-1200", se originó a las 2:47:40 p.m. y se extendió hasta el final de la subasta de cierre de ese día (30 de mayo de 2014). En la llamada intervinieron el señor CCCC y los tres investigados, es decir los señores Llanos Garzón, Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón.

Al inicio de esta conversación los señores Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón validaron con los otros dos participantes si la orden que debían ingresar era de compra, a lo cual el cliente y el señor Llanos Garzón respondieron afirmativamente. Una vez inició la subasta el señor CCCC les ordenó a los investigados que ingresaran las puntas al sistema. Durante el curso de la conversación se escucha que el señor Llanos Garzón modificó el

monto de su postura de 500.0001 a 500.004, luego de lo cual el inversionista le ordenó eliminarla y mantener las otras dos puntas (la de 500.0002 y la de 500.0003 que habían ingresado los señores Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón, respectivamente). A las 2:58:13 p.m. el cliente impartió la siguiente orden: "eliminemos el 2", luego de lo cual pregunta "y no modificó el indicativo?" a lo cual todos responden que no. Segundos más tarde, es decir a las 2:58:47, el señor CCCC ordenó eliminar la otra postura de compra que estaba expuesta en el sistema, esto es la de 500.003 acciones, y enseguida instruyó al señor Llanos para vender en los siguientes términos: "(...) a 23.960 vea... 24.000 las vendo (...)600.000 a 24.000". A las 2:59:53 el señor Llanos Garzón le confirmó al citado inversionista que su orden "cerró" y que fueron "calzadas las 600.000" acciones, luego de lo cual la llamada se dio por terminada.

En claro el contenido de estas comunicaciones, enseguida pasa la Sala a evaluar y determinar si los investigados incurrieron en la conducta tipificada en el ordinal (iii) del literal b del artículo 50 de la Ley 964 de 2005, es decir aparentar demandas sobre valores, y posteriormente analizará si se configuró la infracción enunciada en el ordinal (iv) de la norma en comento, esto es, la de participar de cualquier forma en actos que tengan la intención o efecto de aumentar artificialmente el precio de un valor. Después la Sala efectuará algunas consideraciones finales y expresará sus conclusiones frente a esta actuación disciplinaria.

4.2.2.1. Aparentar demandas sobre la acción de BBBB

A juicio del Instructor los señores Llanos Garzón, Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón incurrieron en la infracción del ordinal (iii) del literal b del artículo 50 de la Ley 964 de 2005, porque de forma coordinada con el cliente "*diseñaron, planearon y ejecutaron una estrategia de negociación inteligente y sistemática*", en desarrollo de la cual ingresaron a la subasta de cierre del 30 de mayo de 2014 posturas de compra sobre la acción de BBBB, al límite superior, las cuales tenían como único "*propósito*" el de forzar el precio de la referida acción al alza, para concretar luego el "*objetivo real de venta*" por cuenta del cliente CCCC, y generar a favor de éste una utilidad.

Manifestó el investigador que en la ejecución de dicho "ardid" los tres investigados tuvieron conocimiento de que el verdadero propósito del señor CCCC era vender aunque previamente planearon el ingreso, y posterior retiro, de puntas de compra aparentes.

Sobre el particular, advierte esta Sala que el Instructor, además de fundamentar su acusación en las conversaciones parcialmente transcritas en precedencia, aludió a otros elementos de juicio aparentemente predicables de cada investigado, por lo cual este Panel estima necesario realizar un análisis individual de la responsabilidad de cada inculpado frente a los hechos cuestionados, atendiendo a las pruebas que existen en cada caso particular, sin perjuicio de efectuar, posteriormente, algunas consideraciones comunes que permitan determinar la procedencia o no del cargo endilgado.

4.2.2.1.1. John Mario Llanos Garzón

En relación con el señor Llanos Garzón, Director de E-trading de AAAA para la época de los hechos, dijo AMV que el propósito de aparentar demandas sobre la acción ordinaria de BBBB se deduce de las conversaciones telefónicas que dicho investigado

sostuvo con el cliente el día de los hechos, en las cuales éste último hizo referencia varias veces al "retiro" o eliminación de las posturas de compra que se ingresarían a la subasta de cierre.

Al respecto, sea lo primero recordar que el 30 de mayo de 2014 el señor Llanos Garzón se comunicó, vía telefónica, en cinco oportunidades, con el cliente CCCC. En la primera de estas llamadas⁸ la conversación entre el inculpado y el inversionista giró en torno al diálogo que minutos antes el citado cliente había tenido con el señor "Leonardo", y a la colaboración que eventualmente éste le prestaría para "poner" "500" en el sistema de negociación de la BVC. En esta conversación el señor CCCC le dijo al señor Llanos que él también tendría que "botar" 500; sin embargo, no le precisó cuál sería el sentido de su oferta, es decir, no existió una manifestación concreta de su intención de negociación.

En la segunda conversación se escucha que el cliente le dice al señor Llanos Garzón que la punta que él tendría que enviar al sistema sería por un monto de 500.001 acciones, "esta chiquita 500.002 acciones" y Leonardo por 500.003 acciones, de manera que así podría identificar cual retiraría; no obstante, en dicha oportunidad el señor CCCC tampoco precisó si su intención era vender o comprar.

De hecho, no fue sino hasta la tercera conversación que el inversionista le precisó al señor Llanos Garzón que la punta que él y los otros operadores debían ingresar al sistema era de compra, y aunque en esa oportunidad el cliente contempló la posibilidad de que estas puntas fueran eliminadas, dicha manifestación no convierte en aparentes las referidas posturas, pues resalta la Sala que en la misma conversación el señor CCCC dio una instrucción clara y precisa al inculpado, en el sentido de que debía adquirir de forma efectiva las acciones si el comportamiento del mercado le favorecía.

Así se advierte en el siguiente aparte de la conversación mencionada, identificada en el sistema de grabación de AAAA como "20140530-143300-1139":

CCCC: *por eso entonces apenas salga el indicativo todos nos tenemos que botar*

John Llanos: *y al superior cierto?*

CCCC: *al límite superior y ahí se mira cuáles se van a eliminar de acuerdo a lo que vayan a botar y si botan una partida grande y uno está ganador pues las deja que se las claven todas*

John Llanos: *listo, listo... todo eso es en compra cierto?*

CCCC: *todo eso es compra si (...)" (se subraya).*

Ahora bien, aunque en la cuarta conversación el señor CCCC nuevamente hizo referencia a la posibilidad de anular las órdenes, esta vez para decir que a través de una conferencia los tres operadores podrían escuchar tal instrucción, para la Sala la manifestación que efectuó el cliente en la llamada parcialmente transcrita atrás impide considerar que la intención inequívoca del cliente, y, por ende, del señor Llanos Garzón, era aparentar demandas sobre la acción ordinaria de BBBB, pues si bien es cierto que el inversionista indicó que las posturas podrían ser eliminadas de la subasta, condicionó tal acción al comportamiento del mercado y, en todo caso, impartió una orden real y firme de compra.

⁸ Identificada como 20140530-141930-1304

Sobre este último asunto, recuerda la Sala que en la declaración rendida ante AMV, el señor CCCC aseguró que cuando les indicó a los investigados que la orden sería de compra, lo hizo porque efectivamente tenía la intención de adquirir acciones ordinarias de BBBB, aprovechando la "avalancha de venta fuerte" que se presentaría en la subasta de cierre, y, en consecuencia, tomando posible ventaja del menor valor al que podría obtener los títulos frente al precio que había estado negociando las horas previas en el mercado abierto.

En ese sentido, para este Panel es claro que más allá de que las ofertas pudieran eliminarse, existía una orden específica, concreta y soportada en un medio verificable, que suponía para el señor Llanos Garzón la adquisición de acciones ordinarias de BBBB por cuenta del señor CCCC, quien a cambio pagaría una suma de dinero de acuerdo con el precio que resultara del respectivo algoritmo bajo el cual funciona la subasta de cierre.

De hecho, tan firme era la referida orden de compra para el señor Llanos Garzón que en la última conversación que tuvo lugar durante el funcionamiento de la subasta de cierre, el cliente tuvo que ordenarle al investigado repetidamente, de manera enfática y en tono fuerte que eliminara la postura de 500.004 acciones de BBBB⁹. Para la Sala, ese comportamiento espontáneamente dubitativo del señor Llanos Garzón ante la repentina manifestación del cliente de eliminar la orden, y el retardo al ejecutar tal instrucción, son elementos que evidencian que el investigado actuó bajo el legítimo convencimiento de que el cliente quería comprar acciones ordinarias de BBBB, y no porque tuviese la intención de aparentar demandas sobre dicho valor.

A juicio de la Sala, en consecuencia, el instructor hizo una valoración parcial de las grabaciones telefónicas que obran como prueba en esta actuación disciplinaria, al no tener en cuenta las manifestaciones del cliente en la tercera conversación, en el sentido de que los operadores debían comprar por su cuenta acciones ordinarias de BBBB si el mercado era favorable para tal negociación.

4.2.2.1.2. Olga Carolina Trujillo Álvarez

Manifestó el Ente investigador sobre la responsabilidad de la señora Trujillo Álvarez que *"en su calidad de asistente de registro, le era exigible actuar como un profesional íntegro, de tal forma que ante el conocimiento de la estrategia en la cual se involucró ha debido advertir la ilegalidad de la misma, procurar su desmonte, ponerlo en conocimiento de las autoridades y, en todo caso, abstenerse de participar en ella"*, y que el resultado de su conducta fue la connivencia y patrocinio, *"por vía activa o pasiva"*, con el ingreso de unas posturas de demandas de acciones de BBBB para aparentar una intención de adquirirlas.

No obstante, disiente la Sala de tal apreciación, pues el análisis integral de los hechos investigados y de los elementos de juicio que hacen parte de esta actuación llevan a concluir: (i) que la señora Trujillo Álvarez no fue parte de ningún "ardid" en la negociación de acciones ordinarias de BBBB, (ii) que en su calidad de Asistente de Registro de AAAA no tuvo conocimiento, ni le era dable suponer, que la intención del cliente CCCC era aparentar demandas sobre dichos valores, y (iii) que participó en la

⁹"CCCC: *no elimine, estamos con el 2 y el 3... 2 y 3 no más* John Llanos: *y con la 4 y con la 4...* Vea que estoy con la 4 CCCC: *elimínela, elimínela, elimínela* John Llanos: *elimino la 4? Listo)... eliminada"*

subasta de cierre del 30 de mayo de 2014 bajo el razonable convencimiento de que su objetivo era adquirir acciones de BBBB por cuenta del citado cliente.

Como evidencia de estas conclusiones destaca la Sala, en primer lugar, que la señora Trujillo Álvarez no intervino en ninguna de las conversaciones que antecedieron a la quinta llamada, pues como se describió en el numeral 4.2.2 de esta resolución, los interlocutores en dichas grabaciones fueron únicamente los señores Llanos Garzón y CCCC, luego, en ese contexto, no es cierto que hubiese participado “de manera coordinada” con el cliente y con los otros dos investigados en el “diseño” y “planeación” de un esquema de negociación presuntamente manipulativo, a menos que dicha coordinación hubiese tenido lugar a través de otro medio, de lo cual no existe prueba en el expediente.

En todo caso, desvirtúa la existencia de cualquier tipo de coordinación, planeación o acuerdo el hecho cierto y comprobado de que el señor CCCC y la inculpada no se conocían para la época de los hechos. En efecto, en las conversaciones que se llevaron a cabo a las 2:19:30 p.m., 2:23:34 p.m. y 2:33:00 p.m. entre el señor Llanos Garzón y el señor CCCC, en las cuales éste último, a diferencia de las referencias directas que hizo al señor Leonardo Jaramillo, se refería a la persona que debía ingresar la orden por 500.002 acciones en el sistema como “esta otra china”, “esta chiquita” y “la pelada de allá”, y, además, en declaración rendida ante AMV el referido inversionista aseguró que ni antes ni después del 30 de mayo de 2014 tuvo algún tipo de contacto, conversación o acuerdo con la señora Álvarez Trujillo.

Tampoco habría sido posible que la inculpada estuviera en la posibilidad de advertir o sospechar que la intención del cliente era, supuestamente, la de aparentar demandas, pues, se reitera, la señora Trujillo Álvarez no participó en las cuatro conversaciones que antecedieron a la subasta de cierre y en las cuales el inversionista se refirió a la posibilidad de retirar las posturas, de manera que cualquier manifestación que hubiese efectuado el señor CCCC, en torno al objetivo que pretendía lograr con el ingreso de posturas en la subasta de cierre no puede considerarse conocida por aquélla.

La señora Trujillo Álvarez se desempeñaba en AAAA para la época de los hechos como Asistente de Registro, y en el ejercicio de dicho cargo su función se restringía a “brindar soporte al área comercial en el registro, complementación y facturación de las operaciones, con el fin de garantizar su ejecución oportuna”¹⁰, es decir, no estaba a cargo del manejo de los clientes, por lo cual no tenía manera de saber lo que hubiese podido pretender el señor CCCC el 30 de mayo de 2014, desentrañando su psique. De hecho, no obra prueba de que la investigada estuviera al tanto de que el referido cliente había adquirido en el mercado abierto con calce automático acciones ordinarias de BBBB, por lo cual no existía ningún elemento a partir del cual pudiera intuir que la postura de compra de 500.002 acciones que ingresó a la subasta de cierre por cuenta del señor CCCC era aparente, y que la presunta intención real de éste último era vender a un precio mayor las acciones que había adquirido horas antes, como parte de una estrategia de negociación.

Por el contrario, para esta Sala la espontaneidad y naturalidad con la que intervino la señora Trujillo Álvarez en la conversación identificada en el sistema de grabación de AAAA como “20140530-144740-1200”, son elementos que permiten deducir que su

¹⁰ Formato de perfil del cargo, folios 19 y 20 de la carpeta de pruebas.

participación en el ingreso de una postura en la subasta de cierre del 30 de mayo de 2014 estuvo dirigida, objetivamente, a comprar por cuenta del señor CCCC 500.002 acciones. En otras palabras, la actitud que se refleja de la única conversación en la que participó la investigada es la de una persona que está dispuesta de manera seria a adquirir valores por cuenta de un cliente, y no la de un sujeto que intenta aparentar demandas que luego serán retiradas del sistema.

En ese sentido, destaca la Sala que en dicha llamada la investigada confirmó de manera cuidadosa e insistente con sus interlocutores los términos de la punta que debía ingresar, es decir si se trataba de compra o venta, y el monto a negociar, pues según lo expresado por ella en dicha llamada "la asustan[ban] esas puntas". Ya en el curso de la subasta, y una vez ingresada la respectiva orden al sistema, la inculpada efectuó las siguientes afirmaciones que dejan entrever que no conocía de manera previa la forma en que debía proceder:

John Llanos: ya va a empezar la subasta

CCCC: ya, ya lo tengo?, ya, ya disparen, disparen ya

John Llanos: listo ya disparé, ya disparé

Carolina Trujillo: yo la disparé pero no se me activa

John Llanos: ya, ya, ya, ya te veo ya te veo ahí estamos disparados

CCCC: pero la mía? Yo no entré con la mía. Si ve

John Llanos: ahí está la 01 la 02 y la 03

Carolina Trujillo: 01, 02, 03 ahí veo 01, 02 y 03..... tengo que modificarla o algo?

Ustedes me dicen

John Llanos: si espérate ya miramos

John Llanos: \$25.500 (14:55:48)

Carolina Trujillo: qué hago?

John Llanos: no, no, no espérate, espérate

Carolina Trujillo: si, si, si precio indicativo va en 25.500

Leonardo: respira y calma, calma... respirar

Carolina Trujillo: es que (risas)

(...)(14:58:13)

CCCC: eliminemos el 2

Carolina Trujillo: ay juepucha

John Llanos: el 02

CCCC: el 02

John Llanos: listo fuera 02 quedo 03

Carolina Trujillo: retirada" (se subraya).

Para la Sala, las expresiones resaltadas de la investigada, lejos de reflejar que ella sabía y que estaba al tanto de que el cliente ordenaría retirar las posturas de compra para posteriormente vender a un precio mayor, evidencian un estado de ánimo natural ante la situación, libre de suspicacias, al punto que se deja conducir para el efecto a las instrucciones que otros dicten, en este caso los señores Llanos Garzón o el mismo cliente. Nótese que incluso la orden que impartió el señor CCCC de eliminar la postura de 500.002 acciones tomó por sorpresa a la señora Trujillo Álvarez, lo se significa que no se había representado previamente tal escenario como una estrategia de negociación del cliente.

Estos elementos de juicio desvirtúan la tesis que estructuró AMV respecto del supuesto conocimiento, coordinación y participación de la investigada en un esquema que presuntamente tenía como objeto y efecto aparentar demandas sobre valores, así como la afirmación según la cual debió advertir la presunta ilegalidad del mismo, para

procurar su desmonte, pues, como se explicó, en su calidad de Asistente de Registro de AAAA, y como lo refleja la escucha de las conversaciones telefónicas, no contaba con elementos que le permitieran hacer tal inferencia.

4.2.2.1.3. Leonardo Mario Jaramillo Pinzón

Indicó AMV que aunque el señor Jaramillo Pinzón no participó en las cuatro llamadas telefónicas del 30 de mayo de 2014 que entablaron los señores Llanos Garzón y CCCC antes de la subasta de cierre, es claro que él sí *“tenía conocimiento y conciencia de la estrategia desarrollada y de su participación en estos hechos”*. Como sustento de tal afirmación, el Instructor citó la conversación identificada en el sistema de grabación de AAAA como *“20140530-141930-1304”*, en la cual el inversionista le comentó a su interlocutor, Llanos Garzón, lo siguiente:

“(...) vino, vino Leonardo aquí a brujear (...) aquí estaba el hombre que si me he batido muy duro (...) le dije ahí me he batido algo pero necesito que me ponga 500 al final allá (...) me dijo que iba a estar ahí al pie de Liliana para que bote 500 y usted me bota 500 y esta otra china 500”.

Sin embargo, para la Sala no es procedente la conclusión del Instructor, pues la referida conversación apenas da cuenta de que el señor Jaramillo Pinzón se limitó a indicarle al referido cliente que estaría disponible para lo que necesitara. Similar conclusión se extrae al revisar la declaración del señor CCCC en AMV.

En efecto, al ser indagado por el contacto que tuvo con el señor Jaramillo Pinzón el 30 de mayo de 2014, el mencionado inversionista aseguró lo siguiente:

“recuerdo que él [se refiere a Leonardo Jaramillo Pinzón] el 30 pasó a una oficina de los clientes, yo estaba allí, no recuerdo si fue en la mañana o en la tarde (...) pero él pasó y vio seguramente por mis anotaciones que yo venía haciendo un volumen importante y él se ofreció, dijo cualquier cosa que se le ofrezca con mucho gusto estoy a su disposición (...) entonces yo le dije es muy probable que yo vaya a hacer uso de su servicio para que me coloque una punta de más o menos 500.000 acciones (...) yo no le digo si va a ser de compra o de venta”.

Luego, no es de recibo para la Sala el planteamiento del Instructor según el cual el señor Jaramillo Pinzón habría tenido conocimiento de que las demandas sobre la acción de BBBB serían aparentes por el solo hecho de la referida llamada, en la cual, se insiste, a lo sumo, el investigado le ofreció al cliente su ayuda en la negociación de acciones, sin que el inversionista hubiera mencionado de manera específica sus intenciones de compra o de venta en el sistema.

Este último asunto resulta relevante en la determinación de una supuesta estrategia de engaño en las pilas del sistema, pues si hubiese sido cierto que el investigado era consciente de la existencia de tal esquema, habría tenido que conocer exactamente el sentido de la orden que se pretendía aparentar; sin embargo, al escuchar la única conversación en la que intervino el señor Jaramillo Pinzón se advierte que fue en ese momento en que tuvo conocimiento de que la punta sería de compra, pues así se lo precisó en ese instante el cliente. Además, en la declaración que rindió el referido inversionista, al ser preguntado si antes de la subasta de cierre le comentó al señor Jaramillo Pinzón que iba a hacer una venta sobre las acciones de BBBB, el señor CCCC fue enfático en su respuesta en el siguiente sentido: *“Yo no acostumbro a decir eso,*

orden de venta nadie lo sabía, ni orden de compra (...) en el momento en que estamos en la subasta, en la conferencia que hay, creo que todos preguntan es compra o venta porque no saben, nadie sabe si es compra o venta".

De acuerdo con todo lo expuesto, es claro que las pruebas que obran en el expediente no corroboran la tesis de cargo de AMV, según la cual los señores Llanos Garzón, Trujillo Álvarez y el señor Jaramillo Pinzón dieron su concurso para que el varias veces referido señor CCCC aparentara demandas por la especie BBBB, pues de su análisis, tal como quedó expuesto en precedencia, sólo es posible concluir que los tres investigados actuaron con la convicción invencible y razonable de que las posturas a operar sobre dicha especie eran únicamente de compra.

Tampoco encuentra la Sala elementos para colegir que las intenciones de compra expresadas por el señor CCCC eran solo apariencias. Por el contrario, recuerda que el cliente, a través de la llamada que sostuvo con el señor Llanos Garzón el día de los hechos a las 2:33:00 p.m., que constituye para todos los efectos un medio verificable, impartió una orden real y concreta en el sentido de que las demandas de acciones de BBBB deberían ser ejecutadas si dicha postura le resultaba favorable, y esa manifestación no se puede desconocer por el hecho de que el cliente hubiera efectuado algunas referencias sobre la eliminación de las puntas, pues la ejecución de esta acción no era un hecho inequívoco, ya que dependía del comportamiento del mercado.

En ese sentido, el señor CCCC, en la declaración rendida ante AMV, al ser indagado por el sentido de la orden que le impartió a los operadores manifestó: *"yo no le digo si va a ser de compra o de venta (...) porque digamos, por celo del mercado es mi forma de trabajar, yo no acostumbro a decirle a un corredor media hora o una hora antes oiga yo quiero comprar o yo quiero vender, no, yo puedo comprar o vender de acuerdo a donde me lleve el mercado"* (se subraya). Para la Sala, esta última afirmación permite entender que las referencias que efectuó el cliente el día de los hechos sobre la eliminación o anulación de las puntas de compra, lejos de reflejar una intención de aparentar demandas, correspondían simplemente a una opción que estaba contemplando el inversionista según la dinámica que pudiera tener el mercado en la subasta de cierre.

Observa la Sala que la orden de compra del cliente era a tal punto real, pero condicionada en todo caso al comportamiento del mercado, que además de haber quedado soportada en un medio verificable fue procesada por los investigados a través del ingreso de puntas reales y concretas al sistema, las cuales, por el funcionamiento aleatorio de la subasta de cierre, bien pudieron ser fácilmente adjudicadas en cualquier momento. En efecto, aunque la Bolsa de Valores de Colombia ha dispuesto que este espacio concreto de negociación funciona entre las 2:55 p.m. y las 3:00 p.m., no se puede concluir que su duración sea de cinco minutos, ya que su terminación es fijada de manera aleatoria por el sistema, dentro de un intervalo de tiempo entre "-60" y "60" segundos. Significa esto que la subasta de cierre puede concluir en cualquier momento entre las 2:59 p.m. y las 3:01 p.m.

En este contexto, el participante del mercado que ingrese una postura durante la subasta de cierre lo hace bajo el riesgo de que ésta pueda ser adjudicada en cualquier instante habida cuenta de que la terminación de dicha sesión no es conocida para ningún interviniente. En el caso concreto, el señor CCCC era

consciente de tal situación, de ahí que hubiese expresado que era factible que “se las claven todas” refiriéndose a que las demandas podían ser calzadas.

Ahora bien, el hecho de que las posturas de compra hubiesen sido retiradas por los investigados, de acuerdo con las instrucciones que en tal sentido impartió el cliente, no las convierte por ese solo hecho en aparentes, pues el sistema de negociación de la referida Bolsa, permite que los participantes modifiquen y retiren las puntas de la subasta de cierre¹¹. Luego dicho proceder fue completamente ajustado a la normatividad.

Por último, no encuentra la Sala que el hecho de que los investigados hubiesen ingresado las puntas por montos específicos de 500.001, 500.002 y 500.003 acciones, sea un elemento que demuestre que estas eran aparentes, pues a lo sumo facilitaba que el cliente les pudiera hacer un seguimiento, lo que no es *per se* una práctica cuestionable. De cualquier manera, el ingreso fraccionado de la intención de venta, en lugar del registro de una única punta, se explica en la intención del cliente de asegurar un “puesto” en la pila de compra de la subasta de cierre, ya que en la medida en que la adjudicación funciona bajo la metodología de precio/tiempo es fácil para un participante perder su lugar y, por ende, la posibilidad de negociar el respectivo valor, que fue justamente lo que sucedió con la postura de 500.001, que al ser modificada por el señor Llanos Garzón perdió su prioridad en la pila.

Con fundamento en todo lo expuesto, esta Sala reitera que no existen elementos de juicio que permitan asegurar que las intenciones de compra expresadas por el cliente eran solo apariencias, y, en todo caso, los hechos y pruebas analizadas llevan a concluir que la participación de los señores Llanos Garzón, Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón en la subasta de cierre del 30 de mayo de 2014 no tuvo el propósito o efecto de aparentar demandas sobre acciones ordinarias de BBBB, y, por ende, no se configura en este caso la infracción contemplada en el ordinal iii) del literal b del artículo 50 de la Ley 964 de 2005.

4.2.2.2. El supuesto aumento artificial del precio de la acción de BBBB

Estimó el Instructor que las puntas que ingresaron los investigados en la subasta de cierre del 30 de mayo de 2014, además de aparentar demandas sobre la acción ordinaria de BBBB, hecho que está desvirtuado por las consideraciones expuestas en precedencia, también tuvieron el propósito y efecto de aumentar artificialmente el precio de dicha especie en el mercado. En su criterio, *“la conducta asumida (...) encaja dentro de las conductas manipulativas del precio de una acción en el mercado de valores, pues la intención del cliente no era comprar más acciones de BBBB, sino vender en el ámbito de una seria actitud especulativa de las acciones que ese mismo día había comprado, a un precio superior”*.

En ese sentido, explicó AMV que el ingreso de las puntas de compra por 500.001, 500.002 y 500.003 acciones al límite superior por parte de los investigados tenía *“el único propósito de forzar al alza el precio”* del título, para beneficiar al señor CCCC, y que

¹¹ Numeral 2 del documento “REGLAS DE NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO ACCIONARIO DE COLOMBIA”, folio 49 de la carpeta de actuaciones finales.

fue esa "maniobra" la que facilitó al citado inversionista vender 600.000 acciones de BBBB a un precio de \$25.600.

Al respecto, sea lo primero señalar que el elemento subjetivo o intencional no siempre es esencial para inferir y evidenciar si se incurrió en alguna de las conductas como las investigadas en el presente asunto, pues habrá ocasiones en las que, dependiendo de la forma como discurren los hechos, bastará para dar por acreditada la conducta la comprobación escueta de sus efectos, de acuerdo con lo previsto por la propia norma que las regula (Literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005).

Sin embargo, en este caso concreto observa la Sala que el Instructor estructuró su tesis sobre la base de que los investigados ingresaron las puntas de compra al sistema con el "propósito" de aumentar el precio de la acción de BBBB; pero no obra en esta actuación ninguna prueba, directa o indirecta, que demuestre que ese era el fin perseguido por el señor CCCC al impartir las instrucciones a los investigados, y mucho menos está acreditado que los inculpados actuaron en la subasta de cierre con tal intención. Por el contrario, los elementos probatorios que conforman el expediente de esta investigación, especialmente las conversaciones telefónicas y la declaración del señor CCCC, permiten concluir que la participación de éstos en el sistema de negociación tenía como fin ejecutar una orden de compra en los términos en que fue impartida por el citado cliente. AMV, pues, no sacó avante su teoría del caso, montada sobre una supuesta intención para manipular el precio de la acción (se recuerda, ciertamente, que dijo en el pliego de cargos que *"la conducta (...) encaja dentro de las conductas manipulativas del precio de una acción (...) pues la intención del cliente no era comprar acciones de BBBB, sino vender"* (sic)).

Ahora bien, el ingreso de las puntas "por el límite superior" lejos de ser un hecho indicativo de una intención de aumentar artificialmente el precio de una acción, constituye un proceder usual en la subasta de cierre, y en ese sentido destaca la Sala que, según se evidencia en el log de auditoría, el día de los hechos varios participantes ingresaron puntas de compra con la anotada característica. Lo propio hicieron varios operadores que estaban dispuestos a vender, quienes registraron posturas de venta por el límite inferior, sin que de allí se pueda deducir una conducta manipulativa, pues, se insiste, dicha acción, permitida por el sistema de negociación de acciones, constituye una práctica bajo la cual intervienen los participantes del mercado en la subasta de cierre.

Desvirtuada la supuesta intención de aumentar el precio de la acción de BBBB, tampoco encuentra la Sala alguna prueba que demuestre que las tres puntas que ingresaron los inculpados tuvieron ciertamente el efecto de afectar al alza el precio indicativo que se estaba formando en la subasta de cierre y, por ende, el precio de equilibrio que resultó de dicha sesión de negociación y bajo el cual fueron adjudicadas las posturas de compra y venta que sobre la acción ordinaria de BBBB fueron ingresadas en la subasta. En efecto, no existe un análisis financiero del Ente investigador que permita comprender claramente cómo las posturas de los investigados, dado el volumen total negociado en la subasta de cierre, lograron afectar la correcta formación del precio del título, y por qué dichas puntas y no otras que también fueron ingresadas al límite superior movieron el precio al alza.

En suma, no existe ningún análisis técnico a partir del cual se pueda concluir de manera fehaciente que el precio de \$25.600 fue producto de las puntas de compra

que ingresaron los tres inculpados, y aunque AMV aseguró en el pliego de cargos que un análisis en tal sentido no era necesario, porque era evidente "para los sentidos" que los inculpados afectaron el precio de la especie, la Sala disiente de tal aseveración, pues un estudio técnico en este caso resultaba de la mayor relevancia, habida cuenta de que la subasta de cierre no funciona bajo el algoritmo de calce automático, propio del mercado abierto, sino de acuerdo con un algoritmo de precio de equilibrio que maximiza adecuadamente las posibilidades de calce, teniendo en cuenta la antigüedad de las órdenes ingresadas y activas. Dada la tesis de cargo sobre la cual se estructuró esta actuación, le correspondía entonces al Instructor demostrar que las puntas de compra de los tres investigados incidieron en ese algoritmo de tal forma que, a pesar de las demás puntas que estaban expuestas en la pila del bid, lograron "forzar el precio al alza", nada de lo cual está probado en este caso.

Al margen de esta omisión probatoria, es preciso anotar que según las reglas de la experiencia cuando se manipula un elemento técnico de un valor, como por ejemplo el precio o la liquidez, su comportamiento se revierte una vez que la conducta irregular cesa. En el caso concreto, sin embargo, el comportamiento del precio de la acción ordinaria de BBBB continuó al alza al día hábil siguiente de los hechos, es decir el 3 de junio de 2014, cuando el precio de cierre fue \$26.200, es decir \$600 más que la jornada del 30 de mayo de 2014. De hecho, destaca la Sala que según los datos suministrados por el Instructor, el aumento del precio de la acción de BBBB no fue una situación exclusiva del 30 de mayo de 2014, pues en los días previos se registró un incremento sostenido de dicha variable¹². En otras palabras, el precio de negociación del 30 de mayo de 2014 fue parte de una tendencia que se originó en los días previos y que se extendió para las siguientes jornadas bursátiles.

En este orden de ideas, no encuentra la Sala que exista una prueba o indicio a partir de la cual sea dable sostener, como lo hace el Instructor, que los señores Llanos Garzón, Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón participaron de manera activa en la subasta de cierre del 30 de mayo de 2014 con el propósito o efecto de aumentar artificialmente el precio de la acción ordinaria de BBBB, y ante la ausencia de un elemento de juicio que comprometa su responsabilidad, es preciso concluir que no se configura tampoco la conducta prevista en el ordinal iv) del literal b del artículo 50 de la Ley 964 de 2005.

4.2.3. DE LA DOCTRINA DEL TRIBUNAL DISCIPLINARIO

En el Pliego de Cargos AMV citó un pronunciamiento de la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario, preferido en el 2015, a partir del cual evaluó varios elementos que confirmarían su hipótesis sobre un comportamiento manipulativo de parte de los investigados.

En concreto, dijo el Tribunal en dicha oportunidad que *"el cambio en el precio de un título también puede ser el resultado de factores externos y ajenos a los sujetos que hacen parte de la negociación. En razón de ello, si las autoridades del mercado juzgan conveniente activar sus competencias disciplinarias ante situaciones que, a su juicio, afectan el adecuado proceso de formación de precios en el mercado, deben tener en cuenta, entre otros elementos, la manera en que las intenciones de compra o venta fueron introducidas al mercado, la dinámica de la negociación, los movimientos*

¹² El 28 de mayo de 2014 el precio de cierre de la acción fue de \$25.240 y el 29 de mayo del mismo año fue \$25.340.

históricos del precio de la especie y el volumen de negociación previo a la operación que es objeto de cuestionamiento. Igualmente, es importante tomar en consideración la liquidez, pues tratándose de títulos ilíquidos la venta de cualquier monto puede afectar de manera significativa su valor en el mercado”.

De la lectura del aparte transcrito se advierte que la Sala de Revisión no se refirió a estos elementos como aspectos confirmatorios de una conducta manipulativa, como al parecer los consideró el Instructor, sino a manera de sugerencia para que fueran tenidos en cuenta por el Ente investigador de manera previa a la formulación de una tesis acusatoria en tal sentido, junto con los demás que considerara pertinentes atendiendo a las circunstancias particulares de cada caso.

Sin perjuicio de esto, encuentra la Sala que ninguno de los presupuestos que hacen parte de dicha doctrina permite confirmar en este caso una manipulación del precio de la acción de BBBB por parte de los investigados, como tampoco una intención de aparentar demandas. En efecto, respecto de la manera en que se ingresaron las posturas al sistema y la dinámica de negociación, está demostrado que el registro de posturas fraccionadas al límite superior es una práctica a la que recurren algunos de quienes intervienen en el mercado para no perder el puesto o prioridad en la subasta de cierre, y el día de los hechos fueron varios los participantes que intervinieron de dicha forma.

En lo que concierne al precio histórico de la especie, reitera la Sala que, según lo manifestado por el Instructor en la Solicitud Formal de Explicaciones y en el Pliego de Cargos, el alza del precio de la acción de BBBB no fue un hecho aislado del 30 de mayo de 2014, sino que se trató de una tendencia registrada en las jornadas bursátiles previas y que se mantuvo durante los días hábiles siguientes a aquél.

En cuanto al volumen previo negociado sobre la acción de BBBB, procede anotar que si bien el día de los hechos dicho indicador tuvo un comportamiento “inusual”, habida cuenta de que pasó de \$24.335 millones a \$295.483 millones, esto puede explicarse, razonablemente, en que en la fecha mencionada se hizo efectiva la salida de la mencionada especie del índice MSCI Colombia, tal como lo había anunciado días antes el MSCI Equity Indexes.

Por último, sobre la liquidez de la acción, dijo AMV que el esquema que diseñaron e implementaron los investigados “*resultaba ser eficaz frente a una acción líquida como la de BBBB, en punto de alcanzar el propósito trazado de vender a un precio más alto del que se habría conseguido sino estuviera de por medio la citada estrategia*”; sin embargo, el Instructor no demostró dicha aseveración, lo cual resultaba esencial pues resulta difícil deducir en este caso cómo la acción de un solo participante en la subasta de cierre logró afectar el precio de la especie a pesar de los cientos de participantes que intervinieron en la negociación, y de la metodología de algoritmo bajo la cual funciona dicha sesión de negociación.

4.2.4. OTRAS CONSIDERACIONES

En el numeral 6.3.1 del Pliego de Cargos, dedicado a la evaluación de los argumentos de defensa del señor Jaramillo Pinzón, el Instructor calificó como “*desafortunada*” la consideración del investigado acerca de la necesidad de practicar una prueba técnica que demostrara que el ingreso de las posturas de compras forzó el precio de la

acción hacia el alza, pues a su juicio de la lectura de la norma endilgada como violada se deduce que para su tipificación no se "exige lograr la variación del precio".

Concuera la Sala en que para la configuración de la conducta proscrita en el ordinal iv) del literal b del artículo 50 de la Ley 964 de 2005 no se requiere necesariamente demostrar que existió un aumento o disminución del precio del valor, según corresponda, pues la norma en comento prohíbe no solo participar en actos que tengan dicho efecto, sino también en aquellos que, independientemente del resultado, son ejecutados con dicho objetivo.

No obstante, en el caso concreto, el cargo formulado se hizo consistir en que los inculpados participaron en el ingreso de posturas que tuvieron el propósito y efecto de aumentar artificialmente el precio de la acción de BBBB en el mercado de valores, y en ese sentido en el texto del Pliego de Cargos AMV aseguró que con las puntas cuestionadas "se propició una tendencia al alza" y que el precio de \$25.600, al cual fueron vendidas las 600.000 acciones del cliente no se habría "conseguido de no estar de por medio la señalada estrategia". En ese orden de ideas, no puede esta Sala compartir el razonamiento bajo el cual el Instructor descartó sin un mayor análisis el argumento de defensa del señor Jaramillo Pinzón, pues en los términos en que imputó la violación del ordinal iv) de literal b del artículo 50 de la Ley 964 de 2005 dicha prueba técnica resultaba necesaria.

En ese sentido este Juzgador insta a AMV para que en el ejercicio de su labor probatoria y en el análisis de los argumentos de defensa sea consecuente y lógico con las tesis de cargo sobre las cuales estructura las actuaciones disciplinarias, y para que evite razonamientos como el referido, que develan un objetivo por sostener a ultranza la imputación, a pesar de negar la carga que tiene de demostrar los elementos de tipificación y de brindar garantías materiales de audiencia y defensa al investigado.

De otra parte, es preciso indicar que la aceptación de cargos por parte de los sujetos investigados supone necesariamente la admisión expresa y univoca de los hechos cuestionados y de violación imputada. En la presente actuación disciplinaria los planteamientos de los inculpados estuvieron dirigidos a contrarrestar tanto los fundamentos fácticos como los fundamentos jurídicos de la investigación, y no se encuentra en sus escritos de explicaciones, ni de descargos ninguna manifestación de reconocimiento de los cargos endilgados.

Por esa razón, sorprende la aseveración efectuada por AMV en el literal a) del numeral 7 del pliego de cargos, según la cual los señores Llanos Garzón, Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón "aceptaron los cargos", y mucho menos bajo la consideración de que los argumentos que esgrimieron "no tienen la fuerza jurídica necesaria para justificar la actuación investigada por AMV". Insiste la Sala en que para considerar que hay una aceptación de cargos se requiere siempre un reconocimiento expreso y claro sobre la comisión de la falta, de lo cual no hay evidencia en este caso.

4.2.5. CONCLUSIONES

Evaluados los hechos y pruebas que hacen parte de esta actuación disciplinaria la Sala de Decisión no encuentra procedente la acusación formulada por AMV, según la cual los señores Llanos Garzón, Trujillo Álvarez y Jaramillo Pinzón incurrieron en las

infracciones previstas en los ordinales iii) y iv) del literal b del artículo 50 de la Ley 964 de 2005, por cuanto no está demostrado que los investigados participaron el 30 de mayo de 2014 en el ingreso de posturas que tuvieron el efecto de aparentar demandas sobre la acción de BBBB. De hecho, no existe evidencia que permita concluir de manera inequívoca que las intenciones de compra expresadas por el cliente no eran reales, sino aparentes.

Tampoco existen elementos de juicio a partir de los cuales sea dable sostener que las posturas que ingresaron los inculpadados tuvieron el propósito (o el efecto) de aumentar ilegítimamente el precio de la especie mencionada, manipulándolo, ni de que el precio al cual logró vender el cliente las 600.000 acciones fue producto de dichas puntas.

En suma, no encuentra la Sala que la participación de los investigados en la subasta de cierre del 30 de mayo de 2014 hubiese constituido una conducta manipulativa de las consagradas en la norma en comento, por lo que tampoco se tipifica la infracción de los artículos 48 y 36.1 del Reglamento de AMV, cuya violación el Instructor fundamentó en los hechos analizados y ya descartados.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Decisión "11" del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores –AMV–, integrada por los doctores Alfredo Sánchez Belalcázar (Presidente), Antonio José Núñez Trujillo y Paula Paucar Vallejo (ad-hoc), de conformidad con lo dispuesto en el Acta 342 del 3 de mayo de 2016, del Libro de Actas de las Salas de Decisión, por unanimidad,

RESUELVE

ARTÍCULO PRIMERO: PRIMERO: ABSOLVER a los señores **JHON MARIO LLANOS GARZÓN, OLGA CAROLINA TRUJILLO ÁLVAREZ Y LEONARDO MARIO JARAMILLO PINZÓN** de responsabilidad disciplinaria por la conducta que AMV les imputó en la presente investigación.

ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR que contra la presente Resolución procede el recurso de apelación ante la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV.

ARTÍCULO TERCERO: INFORMAR, en cumplimiento de lo establecido por el artículo 29 de la Ley 964 de 2005 y el artículo 11.4.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010, a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre la decisión adoptada, una vez ésta se encuentre en firme.

NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE

ALFREDO SÁNCHEZ BELALCÁZAR

YESID BENJUMEA BETANCUR

PRESIDENTE

SECRETARIO