

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA - AMV -

TRIBUNAL DISCIPLINARIO

SALA DE DECISIÓN "1"

RESOLUCIÓN No. 6

Bogotá, D.C., 31 de octubre de 2011

NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: **01-2010-185**
INVESTIGADO: **JUAN FELIPE YARCE VILLA**
RESOLUCIÓN: **PRIMERA INSTANCIA**

La Sala de Decisión "1" del Tribunal Disciplinario de AMV, en ejercicio de sus atribuciones legales, estatutarias y reglamentarias, plasma la decisión tomada en sesión del 15 de septiembre de 2011, previo recuento de los siguientes

1. ANTECEDENTES

El 29 de diciembre de 2010 el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (en adelante AMV), en ejercicio de las facultades establecidas en el artículo 57 de su Reglamento, formuló solicitud formal de explicaciones a Juan Felipe Yarce Villa, Gerente de Inversiones Locales de ING, Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S.A. para la época de ocurrencia de los hechos, por la presunta violación del literal b), numerales i) y iv), del artículo 50 de la Ley 964 de 2005 y del artículo 48 del Reglamento de AMV.¹

¹ - **Artículo 50. Infracciones. Se considerarán 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:

- i) Afectar la libre formación de los precios en el mercado de valores; (...)
- iv) Disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor

- **Artículo 48 del Reglamento de AMV:**

El investigado, por conducto de apoderado judicial, presentó dentro del término correspondiente las explicaciones pertinentes, las que, una vez evaluadas por la Dirección de Asuntos Legales y Disciplinarios de AMV, no fueron consideradas de recibo, razón por la cual dicha Dirección procedió a dar inicio a la etapa de decisión del proceso, en los términos consignados en el artículo 74 del Reglamento de AMV, el 10 de junio de 2011, trasladando al Tribunal Disciplinario el correspondiente pliego de cargos.

El 7 de julio de 2011, el mencionado apoderado se pronunció sobre los cargos formulados, dentro del término. Posteriormente, surtidos los trámites reglamentarios² para la asignación de los procesos disciplinarios a las Salas del Tribunal, la Secretaría, mediante oficio del 11 de julio de 2011, repartió el caso a la Sala de Decisión "1" del Tribunal Disciplinario.

El 2 de septiembre de 2011 tuvo lugar la audiencia de que trata el artículo 75 del Reglamento, solicitada por el imputado y por AMV.

2. SÍNTESIS DE LOS CARGOS IMPUTADOS

AMV imputó a Yarce Villa la comisión de dos conductas: la obstaculización a la libre formación de precios de la acción de QQQ S.A. (en adelante "QQQ") y la disminución artificial del precio de dicha especie en el mercado de valores, a las cuales también identificó en el pliego con las expresiones "manipulación" o "conductas manipulativas".

Para el efecto, de acuerdo con la información suministrada por el sistema INFOVAL, evidenció que entre los días 24 de septiembre y 30 de noviembre de 2009 dicha acción registró variaciones negativas de precio, asociadas estrecha y directamente a la intervención de ING, por conducto del señor Yarce Villa, a través de la realización de distintas operaciones y el uso de varios mecanismos, continuos y deliberados, a juicio del Instructor del proceso.

Para AMV, el carácter deliberado e intencional de la conducta de manipulación de la mencionada especie se derivó de las siguientes circunstancias:

- i) Cada una de las intervenciones de ING sobre la acción de QQQ presenta una misma característica y designio: la evidente tendencia de marcar el precio a la baja. A su juicio, ciertamente, entre el 24 de septiembre de 2009, fecha en la cual ING adquirió

"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".

² Artículos 74, 104 y 109 del Reglamento de AMV y 4 a 6 del Reglamento Interno de su Tribunal Disciplinario.

27.372 acciones de dicho emisor a un precio de \$40.020 y el 30 de noviembre de ese mismo año, cuando vendió 13.000 acciones de esa especie a \$30.000, hubo una reducción en el precio de cierre, equivalente al 25.04%. En el precio de valoración la reducción fue del 25.01%, al pasar de \$40.020 a \$30.010.

- ii) ING ingresó puntas de compra y de venta sobre la especie QQQ durante 11 días del mes de noviembre de 2009, con las siguientes características: El ingreso de todas las puntas de compra como de venta fue simultáneo, es decir que a cada punta de compra ingresada también correspondió el ingreso casi simultáneo de una punta de venta, por cantidad y precio similar. A pesar de que todas las puntas ingresadas por ING eran contrarias, no generaron un calce entre sí porque sus precios no eran compatibles (concluye que ING siempre tuvo el cuidado de que el precio al cual ingresaba la punta de venta fuera mayor que el precio de la punta de compra). AMV observó que las puntas de compra y de venta fueron ingresadas por ING a precios inferiores a los que esa misma sociedad había estado dispuesta a comprar o a vender o había comprado o vendido en la sesión de negociación precedente.
- iii) ING celebró operaciones de compra y de venta sobre la especie QQQ durante 6 días del mes de noviembre de 2009, con las siguientes características y patrones comunes: todas las operaciones, sin importar si fueron de compra o de venta, se hicieron a un precio inferior al que tuvo la operación precedente; las operaciones de venta que celebró ING durante 3 de esos 6 días generaron pérdidas a la entidad; las únicas operaciones celebradas durante los 6 días mencionados fueron aquellas en las que ING fue comprador o vendedor.
- iv) De las características de dichas operaciones de compra y venta (y de las puntas que no se concretaron en la realización efectiva de tales operaciones), dedujo AMV que el comportamiento de ING fue uniforme durante todos los días analizados, reiterado en todos los días bursátiles y ejecutado durante un período relativamente corto (dos semanas), lo cual, a juicio del Instructor, demuestra que hubo un *modus operandi* previamente definido y efectivamente ejecutado por esa compañía.
- v) La fecha en la cual la acción de QQQ comienza a presentar tendencia a la baja (3 de noviembre de 2009) guarda correspondencia con la época en que ING también comenzó a tener una participación activa en la negociación de esa especie. Esa tendencia cesó entre los días 18 y 27 de ese mismo mes y año,

cuando la imputada dejó de operar con ella, y se reactivó el día 30, cuando vendió un paquete de acciones a \$30.000, *“de forma inexplicable, toda vez que existían compradores y vendedores a un mejor precio”*.

Todas las circunstancias descritas, analizadas conjuntamente, se enfatiza, constituyeron para AMV *“elementos externos de la conducta de ING”* que ponen en evidencia la intencionalidad, como ingrediente subjetivo de la conducta de manipulación reprochada.

Para AMV, en consecuencia, el imputado se sirvió de distintos mecanismos para forzar la caída de la acción: impartir instrucciones de ingresos de órdenes de compra o venta sobre QQQ a escasos minutos de finalizar la correspondiente sesión de negociación y a un precio siempre menor al que se había negociado previamente; ingresar puntas de compra y de venta sobre QQQ a través del enrutador de órdenes de CCC S.A., de manera simultánea, por cantidades y precios similares, pero inferiores a los cuales había estado dispuesto a comprar o vender o habría efectivamente comprado o vendido en la sesión de negociación precedente y, finalmente, liquidar posiciones a un menor precio al que estaban dispuestos a comprar otros operadores.

A juicio de AMV ING logró disminuir el precio de la acción de QQQ, lo cual a su vez provocó un impacto negativo por la valoración a precios de mercado en aquellos inversionistas que poseían esa especie en sus portafolios, en mayores cantidades que las que ostentaba ING.

El propósito deliberado de ING, por conducto del imputado, de disminuir el precio de la acción, a juicio de AMV, habría sido afectar la rentabilidad de los demás fondos, en especial el de DDD (con quien mantenía una permanente comparación en materia de rentabilidad, tal como se encuentra evidenciado en la investigación), para lograr por esa vía un mejor posicionamiento, habida cuenta de su menor participación en acciones de QQQ.

Indicó el Instructor en el pliego de cargos que existía una preocupación importante del Gerente de Inversiones Locales de ING en relación con una posible sobrevaloración de QQQ. Al respecto, concluyó que *“(…) no se advierte una explicación razonable para que ING hubiera adquirido una acción que consideraba sobrevalorada.”* De igual manera, se cuestiona en el pliego de cargos la profusa actividad de ING, desplegada en particular frente a la Superintendencia Financiera de Colombia, una vez adquirió las 27.372 acciones de QQQ, en busca de que dicha entidad oficial *“evaluara esa posible sobrevaloración y tomara alguna medida”* que afectara, en mayor medida, el portafolio de DDD, a la sazón el fondo de pensiones que más invirtió en dicha especie. Advirtió entonces AMV

que *“la adquisición [de ese paquete accionario] por parte de ING en principio no obedeció a un verdadero interés en la especie, sino a que con su adquisición podría influir en la determinación de su precio”*. Señaló igualmente que ING adquirió las acciones de QQQ sin tener aprobado un cupo de emisor para el efecto, lo que evidenciaría que *“la mitigación del riesgo de divergencia ni siquiera se había evaluado internamente”* el día de la compra de ese lote de acciones.

Destacó AMV en el pliego el hecho de que ING, luego de haber comprado la acción de QQQ, *“tuvo posibilidad de venderla a precios que consideraba sobrevalorados, pero no lo hizo, prefiriendo luego vender dichas acciones a precios sustancialmente inferiores que (...) ayudó a reducir con sus posturas y transacciones”*. De ello se concluiría que ING no perseguía, mediante las conductas investigadas, algún resultado lícito sino hacer que el precio de la especie QQQ se redujera a niveles que considerara razonables y, al mismo tiempo, afectar negativamente las rentabilidades de otros fondos competidores.

Indicó AMV que el señor Yarce *“celebró o participó en la celebración”* de un conjunto de operaciones, o en el ingreso de puntas de compra y venta sobre la mencionada especie, para disminuir artificialmente su precio en el mercado.

Manifestó igualmente el Instructor que el imputado, como Gerente de Inversiones Locales de ING, era el encargado de ordenar o efectuar las compras y ventas de acciones que rutinariamente celebraba dicho Fondo. Era el implicado -dijo-, o su subalterna, quien utilizaba los códigos de acceso de los enrutadores de órdenes suministradas por CCC e Interbolsa, por estar habilitados para hacer uso de los mismos.

Así mismo, el pliego de cargos se ocupó del análisis conceptual de la conducta de manipulación, desde la perspectiva del Derecho Comparado, destacando sus características, elementos integrantes, tipologías y formas concretas en que suele exteriorizarse.

A propósito del análisis de las manifestaciones específicas que suele asumir la conducta de manipulación, AMV se ocupó a espacio en el pliego de cargos de aclarar que ellas no deben apreciarse de manera individual o fragmentada, sino de forma conjunta, valorando integralmente todas las circunstancias a su juicio constitutivas de una operación preconcebida, sustentada en dinámicas y patrones comunes, con el propósito de conseguir el resultado: la reducción artificial del precio de la acción de QQQ.

De igual manera, el pliego desarrolló varios planteamientos que convergen, a juicio del Instructor, en un mismo sentido: fortalecer la tesis de

la existencia de la conducta de manipulación a partir de las conexiones y evidencias de varios elementos de juicio, entre ellos:

- i) Destacó que los fondos de pensiones generalmente realizan inversiones en el largo plazo, de modo que no es usual encontrarlos ingresando puntas de compra y de venta sobre una misma especie durante una misma sesión de negociación, como se advirtió en este caso con ING.
- ii) Resaltó que las operaciones realizadas por ING en el período objeto de investigación tuvieron como contrapartes a seis firmas comisionistas diferentes, quienes a su vez actuaron por cuenta de varios inversionistas. Por el contrario, el único inversionista que actuó de manera continuada y reiterada durante ese período fue ING.
- iii) Puntualizó que *“si bien es cierto que hubo otros inversionistas que cerraron operaciones con ING, ello no desvirtúa el hecho de que fue ING quien marcó la tendencia de precio que tuvieron esas operaciones (...) fue la activa participación de ING la que determinó los precios a los cuales los demás operadores cerraron operaciones con esa sociedad y no a la inversa”*.
- iv) Indicó que la intención de manipular el precio de la acción de QQQ se concretó porque las puntas de compra y de venta, así como las operaciones a la postre concretadas, cumplieron con todos los requisitos establecidos para el efecto. *“De no haberse ajustado a los parámetros técnicos de ingreso no se habría podido consumir el objetivo buscado por ING”*.
- v) Explicó que un accionista minoritario (como ocurría con ING frente al emisor QQQ), puede llevar a cabo una manipulación en el mercado, en el caso de una acción ilíquida.

Así mismo, destacó AMV como consideración general que los hechos materia de investigación contra el señor Yarce están probados de forma directa, valorados sus sustentos a la luz de la sana crítica, y no en pruebas indiciarias o en cualquier otro tipo de elemento de juicio indirecto.

Finalmente, para abundar en razones que explicaran por qué con sus actuaciones el señor Yarce incurrió en una conducta de manipulación del precio de las varias veces mencionadas acciones, AMV indicó en el pliego que *“un precio artificial es aquel que no surge de la interacción natural de oferta y demanda, sino como consecuencia, para el caso particular, de la tendencia a la baja, marcada de forma intencional por un agente. En otras palabras, es artificial para AMV porque ha sido afectado por medio*

de manipulación y, por ende, es más bajo de lo que hubiera sido de haber reflejado las fuerzas naturales de oferta y demanda”.

3. SÍNTESIS DE LA DEFENSA DEL IMPUTADO

El imputado estructuró su defensa de la siguiente manera.

En primer lugar formuló algunas consideraciones generales en orden a intentar desvirtuar la existencia de una intención y de un móvil para manipular el precio de la acción de QQQ.

Al respecto, manifestó i) que es una práctica habitual de las AFP la comparación o benchmarking respecto de las inversiones realizadas por las demás sociedades administradoras, como herramienta para gestionar el riesgo de divergencia, ii) que las operaciones reprochadas por AMV se ajustan a las políticas y estrategias generales de la Compañía, iii) que no existe prueba del “elemento volitivo” en ING, de causar un daño al mercado, iv) que ING obró con una justificación económica legítima en la realización de las operaciones cuestionadas y ello descarta la existencia de una intención de afectar artificialmente los precios y v) que su posición competitiva no dependía de la variación en el precio de QQQ y que *“el cambio por la valoración de [dicha especie] no alteraba el ranking de rentabilidad de los fondos de pensiones”*.

Insistió en este punto en que la compra de las acciones de QQQ fue una decisión táctica de la Compañía, producto de que encontró, dijo, un muy buen precio, que antes no se había dado y que aprovechó la adquisición para reducir el riesgo de divergencia con el mercado.

Manifestó, de igual forma, que ING sí contaba con cupo de inversión para la compra del paquete accionario, de modo la razón por la cual no había comprado ese tipo de especies con anterioridad se sustenta en que no había encontrado la oportunidad de hacerlo en condiciones acordes con sus “expectativas de valor”.

Después de comprar, sostuvo, gestionó los riesgos de mercado y de divergencia, con la realización de operaciones que obedecieron a tipologías negociales diferentes y a circunstancias de mercado también distintas. Manifestó, así mismo, que *“luego de adquirir las acciones en el mercado y de observar lo que sucedió en las semanas siguientes con el precio (...), es decir que cesó la tendencia de apreciación (...) y que esto generaba incomodidad al mantener este activo en el portafolio, ING decide vender casi la totalidad de su posición en la acción de QQQ”*.

Seguidamente, formuló algunas consideraciones con el ánimo de infirmar la imputación que le fuera formulada por propiciar la reducción artificial del precio de la acción.

Dijo al respecto que i) las operaciones celebradas son reales y válidas y generaron transferencia del activo subyacente, ii) que tales operaciones celebradas no son homogéneas, ni sistemáticas, ni continuas y respondieron a diferentes condiciones de mercado, según la estrategia de inversión de la compañía, iii) que no desarrolló ninguna de las conductas que se reconoce como manipulativas, según la literatura especializada a nivel local e internacional, iv) que el precio de la negociación de la especie en comento *“responde a razones objetivas, como el valor fundamental de la acción, después de la escisión de la sociedad emisora”*, v) que hace parte de la normal actuación y obrar de un inversionista institucional el tomar posiciones en períodos cortos de tiempo, sin que ello sea evidencia de una manipulación.

Criticó que AMV, a su juicio, se hubiera negado a lo largo de toda la investigación a tener en consideración el comportamiento del precio de la acción de QQQ antes de la adquisición del paquete accionario, el 24 de septiembre de 2009 y, particularmente, después de la venta de las 13.000 acciones, el 30 de noviembre de 2009. Apuntó, en esta misma línea argumentativa, que AMV nunca tuvo en consideración que si el precio de las transacciones en que ING intervino hubiese sido artificialmente bajo, una vez tal compañía dejara de asumir posturas activas en el mercado (como ocurrió después de que vendiera el mencionado paquete accionario) el precio se hubiera elevado a los niveles registrados antes de invertir por primera vez en dichos títulos, lo que al no ocurrir evidenciaría que el precio de las negociaciones era real, con sustento en los fundamentales del emisor.

Indicó que cuando decidió vender un lote de 13.000 acciones a \$30.000 el mercado estaba a la baja y venía precedido de desvalorizaciones continuas. Manifestó sobre el particular que la operación que marcó el precio a \$38.000 el 27 de noviembre de 2009, no era representativa de mercado, pues obedeció a una transacción por apenas 350 acciones.

Para reclamar la regularidad de las operaciones cuestionadas, igualmente manifestó ING en su respuesta que los reglamentos de los enrutadores utilizados para la realización de las operaciones establecen que las puntas ingresadas por un cliente pueden ser rechazadas en caso de que atenten contra la normatividad vigente en el mercado de valores. Sostuvo, del mismo modo, que el mecanismo de subasta en el mercado de renta variable para acciones de baja liquidez inhibe técnicamente la manipulación, salvo que para la realización de las operaciones se den

preacuerdos o simulaciones. En el sistema, dijo, se adjudica favoreciendo la cantidad por encima del precio, de modo que, según su criterio, lo que ocurrió el 30 de noviembre de 2009 fue que ING aprovechó "(...) que [había] compradores suficientes y a precios razonables para deshacerse de casi toda su posición en un claro stop loss de una posición en un activo que venía registrando una clara tendencia a la baja y que muy probablemente seguiría bajando, como de hecho sucedió". Concluyó al respecto que el día 30 de noviembre de 2009 no había suficiente profundidad en el mercado para obtener un precio más alto "para el número de acciones que ING quería vender".

Así mismo, el imputado formuló algunos planteamientos relacionados con lo que denominó "motivación anfibológica" y ambigüedad en la formulación de los cargos en su contra. Indicó al respecto que los verbos "celebrar, ingresar, coadyuvar, participar" tienen connotaciones diferentes en el marco de una actuación disciplinaria. En particular, sostuvo que esa supuesta ambigüedad le ha dificultado su defensa y, por ende, ha conculcado su derecho al debido proceso.

De otro lado, también reprochó los errores de AMV en la "construcción de la prueba indiciaria" y advirtió que no se había desvirtuado en el proceso su presunción de inocencia.

De otro lado, formuló también reparos con respecto a la forma como AMV dedujo la existencia del daño (esto es, en función del demérito patrimonial que la conducta endilgada generó en la valoración a precios de mercado de los portafolios de los fondos que tenían inversión en dicha especie). En ese mismo sentido, manifestó que "la preocupación de AMV por el estado de resultados de los fondos de pensiones, en particular DDD S.A." no corresponde con el interés jurídico tutelado por el artículo 50, literal b), del artículo 50 de la Ley 964 de 2005. Lo que protege la norma, según su parecer, no es el interés individual o subjetivo de un determinado agente en el mercado, sino, en general, "la libre formación de precios en el mercado con la finalidad de garantizar la transparencia e igualdad de oportunidades entre los inversores", objetivo éste que ING no desatendió, dijo, en las operaciones cuestionadas.

Igualmente, adujo en su respuesta que la conducta imputada no se adecúa a lo señalado en la ley como infracción, toda vez que en la imputación de cargos no se tuvo en cuenta que el verbo rector que identifica la presunta infracción es afectar la libre formación de precios en el mercado de valores, no simplemente afectar los precios, como se indicó en el pliego.

Manifestó, finalmente, que cuando compró el lote de acciones de QQQ, el precio de la especie era aparentemente artificial y no estaba reflejando,

por lo elevado, las condiciones de los fundamentales del título, hecho que *“habría sido producto de la manipulación deliberada e intencional de algún agente”* y que había sido informado por ING a AMV desde febrero de 2009.

3.1. DE LA COMPETENCIA DEL TRIBUNAL DISCIPLINARIO

De acuerdo con lo previsto en el artículo 25 de la Ley 964 de 2005, *“quienes realicen actividades de intermediación están obligados a autorregularse”*. Por su parte, el artículo 11.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, definió el concepto de *“sujetos de autorregulación”*, entendiendo por éstos a los intermediarios de valores y a las personas naturales vinculadas a ellos.

Por otra parte, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 24 de la Ley 964 de 2005, el ámbito de la autorregulación comprende, entre otros alcances, el ejercicio de la función disciplinaria, la cual consiste en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación.

Por su parte, el artículo 11.4.3.1.5 del ya mencionado Decreto 2555 de 2010 establece que *“la función disciplinaria consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de valores, de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro, iniciar procesos e imponer las sanciones a que haya lugar”*.

En el presente proceso, la sociedad ING Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías, goza de la calidad de miembro activo de AMV y conforme con lo establecido en los ya mencionados artículos 11.4.1.1.2 y 11.4.3.1.5 del Decreto 2555 de 2010 y los artículos 2 y 54 del Reglamento de AMV, es sujeto pasivo del proceso disciplinario, desarrollado en los artículos 56 y siguientes de dicho Reglamento.

Por último, las normas endilgadas como trasgredidas, hacen parte, a su vez, de las normas del mercado de valores y, por ende, en caso de ser incumplidas pueden habilitar una sanción de naturaleza disciplinaria.

En consecuencia, esta Sala de Decisión del Tribunal Disciplinario de AMV es competente para adelantar la etapa de juzgamiento en la presente actuación, en la medida en que (i) no hay duda que el imputado tiene actitud pasiva para erigirse en sujeto disciplinable por AMV, y que (ii) el cargo que le fue imputado se fundamenta en el desconocimiento de la normativa aplicable a los sujetos de autorregulación, cuyo incumplimiento puede sancionar AMV.

4. CONSIDERACIONES DE LA SALA

4.1 Consideraciones preliminares. La integridad del mercado y su importancia. Las conductas de manipulación en el mercado. Conceptualización general.

Un mercado es eficiente cuando los precios son “estadísticas suficientes”³, esto es, cuando reflejan toda la información disponible y el verdadero valor que el mercado atribuye a la respectiva especie, en la medida que las operaciones que sean tenidas en cuenta correspondan a intercambios naturales de mercado. Un intercambio natural de mercado ocurre cuando dos partes que están persiguiendo sus propios intereses realizan una negociación para resolver la tensión que se genera entre la posición compradora y la vendedora. La tensión a la que se hace referencia es aquella en la cual el vendedor busca vender lo más caro posible y el comprador busca comprar al menor precio posible. Cuando dicha tensión se rompe mediante la aceptación mutua de un precio al cual se encuentran dispuestas las partes a comprar y a vender, teniendo en cuenta las consideraciones propias de un comprador o vendedor del mercado, se dice que hay una operación que puede ser tenida en cuenta para la formación de un precio legítimo de referencia.⁴

En el mercado debe existir un proceso de formación de precios confiable⁵. El funcionamiento eficiente del mercado puede verse afectado si se envían señales que no corresponden a la realidad, al verdadero valor de los activos.

Estas señales, o “impresiones engañosas” se crean cuando un acto o el conjunto de actos de un determinado agente generan falsas señales en torno a la demanda, la oferta, la disponibilidad del instrumento o el precio de este último⁶. Las distorsiones del mercado son generadas predominantemente por el uso de información privilegiada y la manipulación del mercado⁷.

³ El concepto de “estadística suficiente” es usual en la literatura económica. Ver al respecto <http://www.eseade.ar/Servicios/Libertas/39.7.Thomsen.pdf> (Nota 11).

⁴ El Descubrimiento de Precios en el Mercado de Valores. Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. Páginas 14 y 15.

⁵ IOSCO International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation) Mayo de 2003. Documento disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

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

⁷ The mechanics and regulation of market abuse. A legal and economic analysis. Emiliós Avgouleas. 2005.

Para determinar si existe una artificialidad en el precio, se debe observar la forma en que interactúan las fuerzas de la oferta y de la demanda en cada caso concreto, con el fin de evaluar si corresponden a situaciones naturales de mercado. Cuando estas fuerzas son legítimas, se entiende que el precio no es artificial. Por otro lado, cuando el precio es afectado por un factor que no es legítimo, el resultado es necesariamente un precio artificial⁸.

Los precios justos (equitativos), entendidos como precios formados libremente, resultan del análisis individual de los inversionistas a partir de la información puesta al público. Cuando hay manipulación los precios del mercado se establecen a un nivel diferente, creando una ventaja económica únicamente respecto a quienes manipulan el mercado, y afectando los intereses de los demás inversionistas⁹.

Sobre el particular en comento, la antigua Superintendencia de Valores, mediante Resolución 782 del 11 de octubre de 2002, tuvo ocasión de pronunciarse en el siguiente sentido¹⁰:

*"(...) En nuestro país se protegen, mediante diversas disposiciones legales y reglamentarias, los elementos de la libre competencia, la igualdad de información entre los participantes, la pluralidad de partícipes **y la transparencia en la formación de precios en el mercado**. La finalidad de las normas que protegen el mercado de valores consiste en permitir que los oferentes y demandantes accedan a la negociación de valores en igualdad de condiciones y oportunidades, para que los precios y los volúmenes transados en el mismo sean el verdadero producto de la oferta y la demanda, y puedan constituir señales que orienten a los analistas y los observadores sobre la evolución de los precios de las diferentes especies, y en general, sobre las tendencias de las diferentes variables económicas."* (La negrilla corresponde al texto original).

Expuestas las anteriores consideraciones de contexto sobre la fundamentación teórica de la conducta reprochada en la actuación disciplinaria que ocupa ahora su atención, la Sala expone a continuación sus planteamientos puntuales en relación con la materia debatida.

4.2 ING compró una acción que estimaba sobrevalorada.

En breve, la Sala recuerda que el imputado cuestiona la conclusión de AMV según la cual la conducta de manipulación reprochada empezó

⁸ En relación con la creación de un precio artificial, IOSCO ha establecido que el mismo se entiende como la divergencia entre del precio de las legítimas fuerzas de la oferta y de la demanda.

⁹ http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/mobil/com281en.pdf

¹⁰ Similares pronunciamientos se plasmaron en las Resoluciones 781 del 10 de octubre de 2002 y 21 del 10 de enero de 2003

desde el momento en que aquélla adquirió un lote de acciones sobre la especie QQQ, a partir de lo cual, a juicio del Instructor, a través de unos patrones comunes en el tiempo, se produjo una reducción artificial del precio de dicho activo, por el quehacer activo, homogéneo y repetido del señor Yarce Villa, Gerente de Inversiones Locales de ING.

En efecto, sostuvo el encartado que la razón por la cual compró 27.372 acciones de QQQ a \$40.020.00 el 24 de septiembre de 2009, obedeció al propósito de aprovechar una oportunidad de mercado, que no había encontrado antes, cuya puesta en práctica servía, a su juicio, para mitigar el riesgo de divergencia con otras administradoras de pensiones que habían previamente invertido en dicha especie.

A continuación, la Sala formula las consideraciones por las cuales, a su juicio, no resultan de recibo las explicaciones del imputado sobre la decisión de comprar el mencionado lote de acciones cuyo precio, por demás, siempre consideró sobrevalorado.

Yarce Villa, en efecto, sostuvo que *“no se podrá decir que el precio de \$40.020.00 no era una oportunidad para comprar una acción que había cerrado pocos días atrás a \$45.000.00”*.

La Sala destaca que, como bien lo advirtió el imputado en la respuesta al pliego de cargos, la especie QQQ se cotiza en Bolsa desde el año 2001 y desde el año 2005 ha sido calificada como un título de baja bursatilidad, de acuerdo con el Indicador de Bursatilidad Accionaria, publicado mensualmente por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Encuentra la Sala, así mismo, que de acuerdo con la información sobre precios de valoración suministrada por INFOVAL (datos que el imputado por demás expresamente reconoce y utiliza en su defensa al responder el pliego de cargos), el precio promedio de la acción de QQQ, antes de su proceso de escisión, anunciado mediante información relevante desde enero de 2009 y aprobado por la Asamblea General de Accionistas de dicha compañía en febrero de ese año, fue sensiblemente más bajo de aquel al cual la encartada compró el lote el 24 de septiembre de 2009.

En efecto, en el año 2007, por ejemplo, el precio promedio de cierre fue de \$27.724.60 y el de valoración de \$27.745.50; en el 2008, el precio promedio de cierre fue de \$36.335.70 y el de valoración de \$37.314.47, **y hasta el 23 de septiembre de 2009, un día antes de la mencionada compra de las 27.332 acciones (a \$40.020.00) el promedio de cierre ese año era de \$39.196.36 y el valoración llegaba a \$38.314.63¹¹**, esto es, que los precios

¹¹ Desde el xx de xxx de xxxx, fecha en la cual se publicó por el mecanismo de información relevante que la Asamblea General de Accionistas de QQQ aprobó el acuerdo de escisión, hasta el 23 de septiembre de ese año, el precio promedio de valoración fue de \$38.545.83.

promedio fueron menores, en todos los casos indicados, al precio al cual, finalmente, ING decidió comprar el paquete accionario, aprovechando “una oportunidad” de negocio que antes, dijo, no estuvo a su disposición y que, mientras se concretaba, condujo a ING a permanecer “expectante del comportamiento de la acción”.

Para la Sala, considerando estas circunstancias, no son atendibles, en consecuencia, los argumentos del imputado, que vinculan la compra del varias veces mencionado paquete de acciones a una supuesta “oportunidad” para la obtención de un mejor precio de adquisición. Según se indicó, en particular desde el momento en que se hizo oficial y pública la decisión de la Asamblea General de Accionistas de QQQ, aprobando la escisión de la compañía, esto es, el xx de xxx de xxxx, el precio de dicha especie fue en promedio más bajo del que a la postre desembolsó ING, por conducto del encartado, por la compra de tales activos, con lo que se descarta, de suyo, la obtención del provecho u oportunidad a la cual remite enfáticamente el señor Yarce Villa en su defensa. ING compró más caro de los precios promedio en el mercado, no obstante afirmar que venía a la expectativa sobre el precio de la acción, para comprar aparentemente en el mejor momento y condiciones.

Ahora bien, no obstante que, según ha explicado la Sala, no se aprecia una oportunidad de negocio para la compra del paquete accionario, se destaca que de acuerdo con INFOVAL, desde el momento en que se divulgó al mercado que la Asamblea de QQQ había aprobado la escisión de la Compañía, los precios de dicha especie crecieron de manera paulatina y sostenida.¹² Siendo ello así, este Panel no encuentra suficiente la explicación del imputado sobre las razones por las cuales aguardó siete meses para tomar posición en dicho activo, máxime cuando sus pares en el mercado (los otros fondos), según la información suministrada por AMV en el pliego de cargos (no refutada por ING en la respuesta) tenían inversiones en esa especie dos años antes de que lo hiciera la encartada. Si el precio de tales acciones venía *in crescendo* en todo ese tiempo, no resulta razonable que retrasara tanto la “decisión táctica” de tomar posición en dicho activo, para “mitigar el riesgo de divergencia”, según lo afirma el imputado, menos aún, se insiste, para que no obstante el considerable período “de expectación” sobre los movimientos de la acción, ING, por conducto de su Gerente de Inversiones Locales, decidiera, en últimas, comprar por encima del precio de valoración calculado desde que se hiciera pública la aprobación del proceso de escisión. ING, como administrador profesional de recursos de terceros, por conducto del imputado, debía evaluar los efectos de la escisión de QQQ mucho antes del mes de septiembre de 2009, cuando decidió adquirir el lote en las condiciones ya mencionadas y cuando debía ya saber que

¹² Particularmente a partir de abril de 2009.

otros fondos de pensiones mantenían de mucho tiempo atrás posiciones activas sobre dicha especie.

Anota la Sala, adicionalmente, que no obstante el interés que, según el imputado, le asistía a ING de mitigar el riesgo de divergencia, no obra prueba en el expediente que acredite que al momento de adquirir el paquete accionario de QQQ, contaba con el respectivo cupo de emisor.

Revisados los cupos establecidos por el Comité de Inversiones de ING, la Sala encontró que en el Acta 25 del 23 de septiembre de 2009, la compañía relacionó las diferentes entidades en las cuales se realizarían inversiones por cuenta de cada uno de los fondos que para entonces administraba; dentro de ellas, sin embargo, no obra ninguna autorización para la inversión en la especie QQQ.

Por otra parte, obran en el expediente los correos electrónicos remitidos por el señor Juan Felipe Yarce Villa, Gerente de Inversiones Locales de ING a la Vicepresidencia de Inversiones y a la Directora de Riesgos de la Compañía, el 24 de septiembre de 2009, **a la 1:04:29 p.m.**, solicitando cupo para ingresar la operación de compra de las 27.332 acciones previamente adquiridas.¹³

4.3 Razones que a juicio de la Sala subyacían a la compra del lote de acciones de QQQ

Descartado como está que la razón por la cual ING adquirió el lote de acciones de QQQ fuera el aprovechamiento de una oportunidad de negocio, la Sala se detiene a continuación en el análisis de las circunstancias que, a juicio de AMV, “*habrían rodeado la realización de las operaciones*” con las cuales se expresó y que a la vez sirvieron de instrumento a la conducta de manipulación reprochada.

En la formulación de imputaciones, AMV menciona en primer lugar dentro de esas circunstancias la “*Composición del portafolio de los fondos de pensiones obligatorias en relación con la especie QQQ*”.

Sobre el particular, la Sala destaca que, en efecto, consultada la información que obra en los registros de la Superintendencia Financiera de Colombia, los fondos de pensiones que se relacionan en el pliego de cargos tenían, para la época de los hechos, la participación accionaria que allí se menciona sobre la especie QQQ.

Precisa, así mismo, que no encuentra objeción de ningún tipo al cálculo efectuado por AMV, que determina el impacto negativo por la valoración

¹³ Carpeta de Pruebas Folios 85 y 212.

a precios de mercado en aquellos inversionistas que poseían en sus portafolios la mencionada acción, producto de la manipulación en los precios. Destaca, en todo caso, que el encartado tampoco cuestionó dichos estimativos.

Otra de esas “circunstancias” a que alude AMV en el pliego de cargos se vincula con la escisión de QQQ, proceso éste del cual el Instructor destacó algunos de los aspectos principales que fueron en su momento materia de divulgación pública, a través del mecanismo de información relevante, para concluir que *“es plausible entender que ING debió haber evaluado la escisión del emisor (...) y los efectos de la misma, con suficiente anticipación al 24 de septiembre de 2009, fecha en la que decidió adquirir las 27.372 acciones de esa especie”*.

El proceso de escisión de QQQ y los efectos económicos que generó sobre la valoración de la compañía (y en la consecuente cotización de sus títulos), como sociedad escidente, reviste para la Sala una especial importancia en orden a determinar la forma como discurrieron los hechos configurativos de la conducta de manipulación reprochada e identificar las causas más próximas de la misma.

En efecto, sin que deje de ser importante llamar la atención, según se explicó en precedencia, sobre las razones por las cuales ING solo tomó posición en la especie QQQ dos años después de que lo hicieran la inmensa mayoría de los demás fondos de pensiones (salvo uno, que no invirtió en dicho papel), no obstante su permanente y expresada preocupación de mitigar el riesgo de divergencia y de compararse estratégicamente con sus referentes (benchmark), la Sala destaca que fue precisamente a partir del anuncio, aprobación y consolidación del proceso de escisión de QQQ cuando ING, por conducto de su Gerente de Inversiones Locales, hizo patente, según da cuenta el expediente, una permanente comparación particularmente frente a DDD S.A. en materia de rentabilidad, tornó además explícito su marcado interés en la valoración de las acciones de tal emisor, e hizo notar su preocupación porque el mercado no asimilara (con los precios de las respectivas cotizaciones) los efectos del proceso de escisión sobre la mencionada especie, a la que percibió permanentemente como sobrevalorada.

Bien lo advirtió el propio encartado en su respuesta al pliego de cargos¹⁴: como resultado de las condiciones del proceso de escisión de QQQ¹⁵ ING esperaba que el precio de la acción de tal emisor se ajustara a la baja en

¹⁴ Folios 71 y s.s

¹⁵ Que supuso que QQQ fuera la sociedad escidente y AAA la beneficiaria; que QQQ transferiría a AAA \$543.934.656.866.00 equivalentes al 30.99% del patrimonio de QQQ y que correspondía a la participación de ésta última sobre un porcentaje del capital social de la Sociedad de Inversiones de Energía (SIE); que el patrimonio de QQQ se reduciría a \$1.209.155.555.000.00 y, por último, que los accionistas de QQQ recibirían por cada acción una (1) acción de AAA en la misma proporción que poseyeran de QQQ.

un 30.99%, equivalente a la porción escindida y que pasó a hacer parte de la nueva entidad AAA S.A. Pero, contrario a sus expectativas, aún después de concluido el proceso de fusión, el mercado no asimilaba el efecto de la escisión, ni lo reflejaba en la cotización de los títulos.

El 24 de septiembre de 2009, después de más de dos años de que otros fondos de pensiones (con quienes advierte el encartado en su defensa es un imperativo estar comparándose) tomaran posición en la especie tantas veces comentada, y siete meses después de que iniciara el proceso de escisión de QQQ y se divulgara ello mediante el mecanismo de información relevante, decidió comprar un paquete de 27.332 de esas acciones el 24 de septiembre de 2009, cuyo precio, se insiste, siempre consideró sobrevalorado y que, con su lógica, seguía estándolo al momento de dicha compra.

Dicha situación hizo que ING, por conducto del ahora disciplinado, se apurara, primero en acudir a instancias oficiales, particularmente a la Superintendencia Financiera de Colombia, para que evaluara esa posible sobrevaloración de las especies, con miras a que ésta última hiciera uso de alguna medida de intervención que concluyera en la disminución de los precios de la varias veces mencionada especie¹⁶.

En efecto, obran en el expediente¹⁷, y la Sala lo constató, tres grabaciones de conversaciones telefónicas sostenidas por el Gerente de Inversiones Locales de ING, señor Juan Felipe Yarce Villa, con tres funcionarios de la mencionada Superintendencia, entre ellos con la entonces Superintendente Delegada para Pensiones, Cesantías y Fiduciarias, doctora LLL, los días 2, 5 y 6 de octubre de 2009, que denotan un muy marcado interés y premura porque el Organismo de Vigilancia y Control interviniera el mercado para poner fin a la "sobrevaloración" de la acción de QQQ que beneficiaba en particular a otro fondo de pensiones, por su mayor posición en dicha especie. Para entonces, de acuerdo con los estimativos de la encartada, el precio de la acción seguía sobrevalorado.

Consta en dichas grabaciones que la Superintendencia no consideró viable ningún tipo de intervención sobre la especie QQQ. Por el contrario, fue enfática en que los operadores deberían estarse a las fuerzas del mercado y a su incidencia en la cotización de tales acciones: "(...) *Si el mercado está realmente dispuesto a seguir negociando al mismo precio, a pesar de que hubo el anuncio de la escisión y ya se creó legalmente y*

¹⁶ El 11 de febrero de 2009, cuando estaba anunciado públicamente el inicio del proceso de escisión, ING dirigió una comunicación a AMV "con el fin de comentarle que en el transcurso del último año [detectó] patrones de marcación de precios irregulares en las acciones de QQQ (...)". AMV, mediante comunicación del 4 de marzo de 2009 (recibida el día 9 del mismo mes y año en la Presidencia del Fondo de Pensiones y Cesantías) atendió a dicha misiva describiendo cada una de las actividades que había desplegado en su rol preventivo y de supervisión, para averiguar sobre la posible manipulación del precio de la acción de QQQ, fruto de lo cual descartó la ocurrencia de algún tipo de irregularidad relacionada con dichos particulares.

¹⁷ Folio 209 de la carpeta de pruebas.

operativamente la nueva acción y ya está siendo transada (...) mal haríamos nosotros en controvertir la tendencia que tiene el mercado”, expresó tajantemente uno de los interlocutores de la Superintendencia.

Y el mercado, advierte la Sala, contrario al querer y a las expectativas del imputado, cada vez más lejanas las fechas en que había finiquitado ya el proceso de escisión, seguía sin ajustar el precio de la acción (sin “alinear” sus precios, “acercándolos al precio fundamental”, según la expresión del señor Yarce Villa en sus escritos de defensa).

Claramente entonces, según se ha explicado en esta providencia, el Gerente de Inversiones Locales de ING procuró en vano reducir la cotización de los títulos, a partir de su gestión primero ante AMV y luego ante la Superintendencia Financiera de Colombia. Como el mercado “no alineó” los precios en su discurrir espontáneo, el encartado dio un paso más allá: procurar hacerlo por su cuenta.

Fue entonces cuando decidió tomar activas, uniformes y sistemáticas posiciones de compra y venta sobre tal activo, con las características que se detallarán en el siguiente capítulo de esta Resolución, entre ellas una determinante: marcar a la baja el precio, sin excepción, en cada una de sus posturas, independientemente de si ello le acarrearía pérdidas, como en efecto ocurrió. Desde luego, el efecto no se hizo esperar. Producto de su notoria actividad en el mercado, particularmente entre los días 3 y 30 de noviembre de 2009, el precio de la acción se redujo en detrimento, no solo de la valoración de los portafolios de otros fondos con mayor exposición en dicho activo, sino –lo que es aún más importante- en perjuicio de la integridad y corrección del mercado, como tendrá ocasión de desarrollarlo la Sala más adelante.

La compra de los títulos y la profusa actividad del encartado en las fechas mencionadas y, más relevante todavía, con la característica ya advertida (jalonamiento de precios a la baja), evidencian que la toma de una posición en dicho activo era una herramienta valiosa y al mismo tiempo necesaria para que ING pudiera influir en la determinación del precio de la especie, actitud ésta totalmente reprochable, pues a juicio de la Sala ningún operador del mercado puede arrogarse el derecho a considerar que los demás actores no tienen razón en su percepción sobre la adecuada valoración de una especie, para habilitarse luego la potestad unilateral de “ajustarlo”, o de “alinear” al nivel que aquél considere apropiado; si no fuera así se resquebrajaría la esencia y el concepto mismo de mercado y de la espontaneidad en el encuentro de las distintas fuerzas que lo integran.

Ahora bien, como acaba de manifestarlo la Sala, ING, a través de su Gerente de Inversiones Locales, ahora implicado en la presente actuación

disciplinaria, expresó un interés notorio por la evolución de los precios de la acción de QQQ y sobre el impacto de sus oscilaciones en los portafolios de sus competidores, particularmente de DDD, el fondo con mayor inversión sobre dichos títulos.

Sobre el particular, obran en el expediente los registros de las grabaciones de cinco llamadas telefónicas¹⁸, cuyo contenido aparece parcialmente transcrito en el pliego de cargos, entre el Gerente de Inversiones Locales y una trader senior de ING, del 24 de septiembre al 6 de octubre de 2009, subordinada funcional de aquél.

A continuación la Sala analiza el contenido de algunos apartes de tales llamadas, especialmente reveladores de los móviles que subyacían a la compra del lote de 27.332 acciones y a la activación participación de ING en la negociación de dichos títulos, especialmente en el período comprendido entre el 3 y el 30 de noviembre de 2009.

El 24 de septiembre de 2009, esto es el mismo día de la compra del mencionado paquete accionario (que, se recuerda, al decir del encartado, se adquirió aprovechando una oportunidad de negocio, para mitigar el riesgo de divergencia con el referente), el aludido Gerente le expresó a su subalterna, ciertamente muy satisfecho y notoriamente emocionado, que ING le había “sacado” a la industria cinco puntos básicos y a DDD cuatro punto seis. Ella se regocijó con la noticia y él la exhortó a que aguardara a recibir quizás su componente para él más interesante: “Eso no incluye que QQQ marcó cinco por ciento abajo y yo compré 30.000 acciones de QQQ”. Después de los recíprocos elogios entre los contertulios, aquél concluyó exclamando “¿Te imaginas las bellezas que vamos a poder hacer con eso?”

El 28 de septiembre de ese mismo año la funcionaria le reportó a su jefe que “terminaron perdiendo con DDD cinco puntos básicos”. Él a continuación le preguntó sobre la razón y ella, paso seguido le respondió: “porque cerró a 41.000.00, porque los offers de 40.980 se quitaron (...) y se corrieron a 41.000”. Advierte la Sala que el imputado, quien como profesional en el manejo de recursos de terceros debía estar propendiendo y apostando porque los offers sobre dicha especie en el mercado se mantuvieran altos, se conduele con su subalterna de que los offers más bajos “se hubieran quitado” y, con ello, por la mayor exposición de DDD en dichos activos, tuviera ING que cerrar la jornada perdiendo con el referente.

Finalmente, en la conversación telefónica del 6 de octubre de 2009, la subalterna le informó al superior que, con su influencia, QQQ cerró a la baja. En efecto, le expresó: “(...) Te acuerdas que te dije que estaba 41 a

¹⁸ Folios 217 y 392 del Cuaderno de Pruebas.

41?, al final se quitaron y entonces yo también me quité. Cerró a 40.000". Él, muy satisfecho con el reporte, le contestó: "Ahhh super, excelente!! (...), viste que eso sirve. Te felicito."

Apartes como los transcritos y analizados privan de cualquier sustento y credibilidad el argumento del imputado según el cual "el análisis crítico de las pruebas impone considerar la hipótesis" de que fue el propio mercado "el que corrigió el precio de la acción de QQQ, que se sostenía artificialmente alto" y refuerzan, por el contrario, la tesis central de la imputación de cargos: que la adquisición del paquete accionario de QQQ no obedeció a un verdadero interés de ING en dicha especie, sino que fue el vehículo necesario para influir en la determinación de su precio y, por esa vía, afectar la rentabilidad de los demás fondos de pensiones, en especial el de DDD, por su mayor exposición en dicho activo, en contravía de la integridad y el buen suceso del mercado en su conjunto.

4.4 La participación del imputado en la realización de las conductas reprochadas. Inexistencia de ambigüedades en la formulación de los cargos.

La Sala comparte el argumento de AMV de acuerdo con el cual el imputado "tenía dominio pleno de toda la actuación y del objetivo perseguido con ellas, lo que lo hace responsable de toda la actuación investigada, es decir, de todo el conjunto de operaciones y puntas objeto de investigación".

En el expediente obra en efecto prueba suficiente para concluir que el imputado fue responsable de la realización de las conductas que condujeron a la disminución artificial del precio de la acción de QQQ, en contravía del libre juego de la oferta y la demanda y del proceso espontáneo de formación del precio de dicha acción.

La Sala se detiene, en primer lugar, en la verificación de las funciones que correspondía desempeñar al imputado como Gerente de Inversiones Locales de ING:

El "Reglamento de Operación de la Mesa de Negociación- ING Pensiones y Cesantías S.A."¹⁹, expresamente consignaba las siguientes funciones a cargo del Gerente de Inversiones Locales, que ocupaba el imputado para la época de ocurrencia de los hechos investigados: i) La "Dirección de la mesa de inversión", que comprendía a su vez, entre otras responsabilidades, la "definición de estrategias de inversión para los portafolios administrados" y la de "coordinar con el equipo de trabajo la ejecución de las decisiones adoptadas por el Comité de Inversión,

¹⁹ Que obra a folios 010 a 013 de la carpeta de pruebas conjunta original 01-2010-185, 02-2010-186 y 01-2010-187

considerando la normativa legal vigente, así como las políticas internas de riesgos definidas para cada caso" y ii) la "negociación de inversiones (compra y venta)".

Por su parte, en el formato de "Descripción de cargo y perfil – ING Pensiones y Cesantías"²⁰ se describen como funciones permanentes del cargo i) "Evaluar las diferentes alternativas de inversión en el mercado para los fondos, que cumplan con los límites legales e internos, que maximicen las rentabilidad de los fondos" (sic), ii) "Controlar que las valoraciones diarias de los fondos sean las correctas, de acuerdo con los cambios de tasas" y iii) "Verificar y ejecutar las estrategias de inversión de los fondos".

Advierte la Sala que el imputado tenía a su cargo responsabilidades de orden estratégico en materia de inversiones en ING y que estaba además habilitado para negociar y transar directamente dentro de ese ámbito, aspectos éstos que allanan un primer presupuesto para la atribución de responsabilidades disciplinarias en su contra por la realización de las conductas reprochadas por AMV, que consiste precisamente en verificar si estaba o no en el dominio funcional del imputado la celebración de las operaciones que, como se advirtió, produjeron la reducción del precio de la acción de QQQ, con las características ya mencionadas.

De igual manera, la Sala anota que, con excepción de una, las operaciones reprochadas fueron hechas a través del enrutador de CCC S.A. Obra prueba también en el expediente de que el investigado tenía asignado a su cargo el uso de dicho enrutador y manejaba sus claves de acceso.²¹

A la habilitación funcional ya descrita se une ahora entonces otro factor determinante para la eventual deducción de responsabilidad disciplinaria: la certeza de que por la forma como estaba montada la estructura operativa para la realización de las operaciones reprochadas, éstas sólo pudieron concretarse por el imputado, o con su concurso, por su instrucción o, en todo caso, bajo su pleno conocimiento y responsabilidad.

La Sala viene de sustentar en el acápite anterior que también está demostrado en el expediente el seguimiento continuo del imputado a la evolución de los precios de QQQ y a la incidencia de sus variaciones en los portafolios de los demás fondos, particularmente los de DDD, por su mayor exposición en dicho activo. Este último elemento permite inferir, muy razonablemente, que realizadas las operaciones censuradas, también se ocupó el disciplinado de un estadio posterior de la secuencia, en

²⁰ Folio 396 carpeta de pruebas

²¹ Folio 397 de la carpeta de pruebas.

particular, de la verificación constante de su posible impacto en los competidores de ING²².

Está pues claro y fidedignamente acreditado para la Sala que el señor Yarce Villa es responsable de la planeación y concreción de las operaciones reprochadas en la presente actuación disciplinaria. Su participación en los hechos investigados fue directa y decisiva desde la concepción misma de la conducta, hasta su efectiva puesta en práctica a través de patrones específicos de negociación, e incluso después, haciendo seguimiento del impacto que ella causara.

No comparte entonces este Panel el planteamiento sobre una supuesta anfibología o ambigüedad en la formulación de los cargos. Por ende, descarta también la existencia de una posible violación al debido proceso, asociada a esa alegada pero inexistente circunstancia.

Es claro que AMV concretó en la imputación dos verbos rectores, por demás separados por la preposición disyuntiva "o"²³: **celebrar** o **participar** en la celebración de un conjunto de operaciones, o en el ingreso de puntas de compra y venta sobre la especie tantas veces mencionada, impidiendo la libre formación de su precio y disminuyendo artificialmente su cotización en el mercado.

La Sala ya ha explicado las distintas formas como se tradujo esa participación del disciplinado en los distintos momentos de despliegue de las conductas censuradas. Ha remitido también a las pruebas que acreditan que el señor Yarce Villa es responsable de la celebración de las operaciones que les dieron origen. La imputación de cargos, en consecuencia, no fue equívoca, obscura ni ambigua; todo lo contrario, se insiste, describió claramente los distintos niveles de vinculación de aquél en todo su discurrir, celebrando, instruyendo, o coordinando la celebración de las operaciones materia de reproche, en la forma como ha quedado formulado en esta Resolución.

4.5 La información contenida en los logs de auditoría evidencia la conducta sistemática del imputado en orden a reducir el precio de la acción de QQQ. Necesidad de análisis integral y de conjunto de los elementos de juicio que acreditan las conductas reprochadas.

²² Esa secuencia empezó, como viene de explicarse en detalle en el capítulo 4.3 de esta providencia, en el afán del imputado de reducir la cotización de la acción de QQQ, a través de la participación directa de ING en negociaciones sobre dicha especie, producto de que las fuerzas espontáneas del mercado no lo hicieron, luego del proceso de escisión del emisor de los títulos.

²³ Véase el capítulo 1, folio 1, de la formulación de cargos.

AMV dedujo la intencionalidad en el obrar del encartado, en primer lugar, a partir del análisis de las características tanto de las operaciones de compra, como las de venta, celebradas por el Gerente de Inversiones Locales entre el 24 de septiembre y el 30 de noviembre de 2009. De ese ejercicio, concluyó que ING, por conducto del imputado, obró con parámetros comunes y uniformes, que dejaron al descubierto un modo de operar previamente definido y puesto en ejecución por dicha entidad, con el propósito de reducir, contra las reglas del mercado, el precio de la acción de QQQ.

La Sala estudió todos y cada uno de los logs de auditoría en los registros del sistema de negociación de acciones de la Bolsa de Valores de Colombia, correspondientes a los días en que ING tuvo alguna participación, tomando una determinada postura, sobre la acción de QQQ.

Como resultado de dicho ejercicio, advierte que las conclusiones de AMV tras el análisis de los distintos logs de auditoría²⁴ (lectura que, como tal, no controvertió el imputado a lo largo de su defensa), se apoyan en información verídica, suficiente, precisa e idóneamente extractada de los registros correspondientes a los movimientos de ING sobre las varias veces mencionada especie.

La Sala entonces, suficientemente apercebida de la información que objetivamente dedujo de su propia lectura de tales logs de auditoría, advierte que, en efecto, de ella puede extraerse los siguientes rasgos y patrones uniformes:

- i) Entre el 3 y el 30 de noviembre de 2009 ING tuvo una participación activa y protagónica, como ningún otro operador en el mercado, sobre la especie QQQ: Ingresó puntas de compra y de venta de manera simultánea, que no se calzaron porque sus precios no eran compatibles; ingresó posturas que luego retiró antes del cierre y celebró efectivamente operaciones de compra y de venta.
- ii) Cada una de las intervenciones de ING sobre tal especie, sin distinción, evidenció una tendencia a marcar a la baja el precio de la acción, pues las puntas ingresadas, así como las operaciones celebradas se hicieron a precios inferiores al de las operaciones precedentes, a los que la propia encartada estuvo dispuesta a transar o a los que efectivamente compró o vendió en la respectiva sesión anterior, varias de las cuales (operaciones del 11, 18 y 30 de noviembre) generaron pérdidas a la Entidad.

²⁴ Incorporadas en los folios 4 a 21 del pliego de cargos.

- iii) Las únicas operaciones realizadas durante los días que cubre la investigación, fueron aquellas en las que ING irrumpió como comprador o vendedor.
- iv) Cuando ING fungió como comprador o vendedor, siempre fue el primero en ingresar la respectiva punta a precios sistemáticamente bajos.
- v) Entre los días 19 y 27 de noviembre de 2009 ING no realizó ningún movimiento sobre la acción de QQQ. En esa franja, la tendencia bajista del precio de la especie no solamente se detuvo (el precio del día 18 de ese mes fue de \$30.000.00), sino que se revirtió, a través de operaciones calzadas a precios de mercado de \$31.080.00, \$33.520.00 y \$38.000.00.
- vi) El 30 de noviembre del año en mención un operador ingresó cuatro puntas de compra por 4.000 de dichos títulos, a precios que oscilaron entre los \$33.500 y los \$35.500.00. Otro operador ingresó también una punta de compra de 350 acciones, por \$34.000.00. Otros igualmente desde el 19 de noviembre, hicieron posturas de compra –activas al día 30- por 5796 acciones en total, a precios entre los \$32.000.00 y los \$33.520.00.

Por su parte, la Sala constató directamente que un operador del mercado ingresó dos puntas de venta por 970 y 700 acciones a un precio de \$39.000.00 y \$38.000.00 respectivamente. Otros dos habían antes ingresado puntas de venta –activas al día 30 de noviembre- por 200 y 7500 acciones, a precios que oscilaron entre los \$41.500.00 y los \$43.000.00.

Advierte no obstante esta Instancia que ese día, 30 de noviembre de 2009, ING vendió 13000 acciones a \$30.000.00.

- vii) Entre el 3 y el 30 de noviembre el precio de cierre de la especie QQQ disminuyó en 21.67%; el de valoración se redujo en 20.75%.

Esos patrones comunes no fueron desde luego obra del azar. Obedecieron a un designio claro: generar la impresión en el mercado de que el precio de QQQ tenía vocación a la baja, para que esa percepción se tornara en tendencia entre los operadores, quienes por demás, por cuenta de que el sistema es ciego, no podían percibir que las puntas de compra y venta, siempre a la baja, registradas en los sistemas de negociación, provenían de un mismo ordenante.

No comparte entonces la Sala el argumento del imputado según el cual la tendencia bajista de los precios de dichas acciones solo “coincidió” con la

época en que ING empezó a tomar posiciones activas en la negociación de tal especie. El encuentro entre esas dos variables, se insiste, no es obra de la casualidad. Por el contrario, hay una relación causal muy estrecha y próxima –inequívoca- entre la baja artificial de los precios y el obrar uniforme y sostenido del Gerente de Inversiones Locales de ING, en búsqueda de dicha situación, que a la postre se concretó.

Tampoco es de recibo para este Panel del Tribunal Disciplinario de AMV el argumento de defensa según el cual el actuar de ING, por conducto del señor Yarce Villa, no fue uniforme, ni sistemático producto de que sus operaciones y movimientos sobre tal activo revistieron perfiles, características y alcances diferentes. La homogeneidad y uniformidad a que refirió el Instructor en la imputación de cargos, no se predica del tipo de posturas, a la sazón diferentes, asumidas por el encartado sobre el activo, sino del patrón que ellas describieron y al objetivo que les subyacía: jalonar a la baja, contra las normales fuerzas del mercado, el precio de la acción de QQQ.

La verificación directa de la Sala sobre la información contenida en los logs de auditoría le permite también descartar la hipótesis formulada por el imputado según la cual, luego de adquirir el lote de 27332 acciones y tras apreciar *“que el mercado operaba en una tendencia decreciente que tomaba fuerza (...) y que esto generaba incomodidad al mantener este activo en el portafolio”*, ING decidió liquidar su posición en QQQ, *“vendiendo casi la totalidad de su posición en la acción”*, en un claro *“stop loss de una posición en un activo”*.

En efecto, llama la atención que el imputado manifieste que su objetivo entre el 3 y el 30 de noviembre de 2009 era desprenderse del paquete accionario comprado a finales de septiembre, cuando los logs de auditoría evidencian que las dos primeras operaciones que hiciera en ese período²⁵ (concretamente los días 3 y 5 de noviembre, fueron precisamente operaciones de compra de 4250 acciones de QQQ, al paso que la primera operación de venta (se insiste, a precios más bajos que los de compra) se hizo sobre 4000 de esas acciones, el 11 de noviembre, para volver a comprar, apenas cuatro días bursátiles después, el 17 de ese mismo mes, 4500 nuevas acciones. Después de la venta del paquete de 13.000 acciones el 30 de noviembre, ING permaneció incluso con un lote de 5227 acciones en su poder. Estas operaciones no evidencian el pretendido interés de liquidar un activo, como afirma el encartado. Por el contrario, tales operaciones de compra y las de ventas que le siguieron a menores precios develan su interés de generar la apariencia de profundidad, siempre a la baja en el mercado.²⁶

²⁵ Aunque de ello no da suficiente cuenta el pliego de cargos, en el mes de octubre de 2009 se registró una operación de compra y cuatro de venta.

²⁶ Llama la atención de la Sala, a su turno, que ING plantee repetidamente que el 30 de noviembre, cuando vendió un lote de 13000 acciones a \$30.000.00 el precio venía a la baja, pues eso no es cierto. En efecto, entre

De igual manera, esa constatación de la información contenida en los logs de auditoría de la generalidad de las operaciones sobre la especie QQQ permite a la Sala descartar la suficiencia del argumento según el cual el hecho de que después del 30 de noviembre de 2009, -momento éste en que ING dejó de tener una participación activa en la negociación de tales títulos- los precios de las acciones no se hubieran elevado sino que adoptaran una tendencia decreciente, refleja que *“el precio de las negociaciones era real, con sustento en los fundamentales de la compañía”* y descarta la conducta de manipulación.

En efecto, lo que reflejan los registros de la Bolsa es precisamente lo contrario a lo expuesto por ING: al **1º de diciembre**, esto es inmediatamente después de la venta de las 13000 acciones a \$30.000, la especie terminó transándose a \$32.520.00, cotización que se mantuvo hasta el día 9 de ese mismo mes y año cuando ascendió a \$33.240.00. Posteriormente, el día 11 sube a \$34.980.00. Seguidamente, del 11 al 21 cierra a \$35.000.00 y finalmente, cierra el año, el 30 de diciembre, a un precio de \$36.000.00. En el primer semestre de 2010, para extender el análisis, el precio promedio de cierre fue de **\$34.059,99** y la cotización de la acción nunca se acercó, ni remotamente, al precio de \$30.000.00 hasta donde descendió por cuenta del actuar decisivo de ING.

No existe pues la aludida “tendencia decreciente” en los precios después del 30 de noviembre de 2009; los precios no se estacionaron siquiera cerca de los \$30.000.00; todo lo contrario, a la usanza de cuanto ya había ocurrido entre el 19 y el 27 de ese mes, después de que ING dejó de ser sujeto activo en la negociación de esa especie, el precio volvió a subir, el mercado reaccionó; en los mismos términos de la encartada, *“las aguas volvieron a su cauce”*.

De otro lado, el análisis de los log de auditoría también conduce a la Sala a desvirtuar el argumento del inculpado según el cual *“ING no fue el único participante en la negociación de acciones de QQQ, sino también (sic) confluieron otros actores que están siendo desconocidos por AMV”* y que aceptaron el precio de venta de ING.

La simple lectura de los mencionados registros de bolsa permite evidenciar que, en todos los casos, ING puso primero la respectiva punta de compra o de venta, repetidamente a la baja, según se ha indicado en esta Resolución, estrategia con la que, en últimas, impuso a sus contrapartes el

los días 19 y 26 de noviembre de 2009, el precio de la acción venía repuntando desde los \$30.000.00 en que la dejó ING el 18 de noviembre, hasta los \$33.520.00. Ello sin mencionar que el día 27 de noviembre, en una operación válida y suficiente para marcar precio según los reglamentos de la Bolsa, el precio de la acción se elevó hasta los \$38.000.00. Ya se ha indicado que para el 30, esto es, el siguiente día bursátil la encartada puso en barrena la cotización, hasta los \$30.000.00. Destaca también la Sala que, con todo y la tendencia a la baja propiciada por ING en particular a través de sus incursiones en el mercado en el mes de noviembre, el precio promedio de la acción para todo el año 2009 ascendió a **\$38.816.00**

precio de negociación. En otras palabras, el inculpado se trazó el objetivo de generar mercado para la especie QQQ, a precios bajos, y efectivamente lo consiguió.

La Sala comparte en este punto, por pertinentes, los argumentos formulados por AMV en el pliego de cargos, en el sentido de que las contrapartes de ING en cada operación (**seis** firmas comisionistas, actuando por cuenta de **quince** clientes)²⁷, por el carácter anónimo (ciego) del sistema de negociación, *"absorbían la información que se encontraba disponible en el mercado y así reaccionaban acorde con ella y con los mensajes que eran enviados por ING, quien daba una falsa impresión de que el precio estaba con tendencia a la baja"*.

Fueron pues varias las contrapartes de ING en la celebración de las operaciones de compra y venta de los títulos, pero no puede el inculpado afirmar sin matices que todas *"estaban respondiendo de la misma forma que [ella] respecto al precio de la acción de QQQ, y los concurrentes consideraban que los precios eran justos (sic)"*, pues está omitiendo un componente determinante de tal situación y es que fue precisamente el Gerente de Inversiones Locales de ING, con su actuar sistemático y sobreabundante en la colocación de puntas simultáneas de compra y venta de un activo ilíquido y con el calce efectivo de algunas de ellas, quien generó en los agentes del mercado la impresión de que su precio mantenía tendencia a la baja. Dicha conducta del inculpado produjo entonces otro censurable efecto: alteró la percepción espontánea de los demás operadores del mercado sobre "la justicia" y razonabilidad de los precios de la mencionada especie.

Finalmente, el análisis de los log de auditoría permite a la Sala desvirtuar el sustento de otro planteamiento aducido por el señor Yarce Villa y es el que tiene que ver con que la venta de las 13000 acciones a \$30.000.00 el 24 de septiembre de 2009 obedeció a que ING, que intentaba liquidar su posición en dicho activo, no encontró en ese momento una profundidad de precios a niveles mayores a ese, pues *"a precios de \$38.000.00 solo existían posturas de compra por 2400 acciones y el nivel siguiente se encontraba en \$34.000.00, con apenas 350 acciones (...) y por lo tanto no resultaba conveniente fraccionar la operación para vender 2400 acciones a \$38.000.00 e intentar vender el resto de la posición en los días siguientes"*.

Dicho argumento contrasta con varios hechos que la Sala destaca.

En primer lugar, los registros de la Bolsa dan cuenta de que ninguna de las operaciones de venta que precedieron a la del 30 de noviembre recayó

²⁷ No es razonable de suyo que en cada operación de compra o venta efectiva de tales títulos durante el período investigado siempre irrumpiera ING en alguno de los dos extremos; menos lo es cuando sus contrapartes son tantas y tan variadas, como se evidenció en la investigación.

sobre un paquete tan significativo de títulos. En efecto, acotando el análisis al mes de noviembre (esto es al período investigado), se advierte que el máximo volumen de venta en una sola operación fue de 4000 acciones el día 11 de dicho mes. Luego, el día 18, el paquete vendido fue de 1645 títulos. Los log de auditoría de ventas anteriores, esto es las del mes de octubre, no evidencian ventas por cantidades superiores; por el contrario, registran la enajenación de paquetes en general pequeños.

La decisión inamovible de ING de vender un paquete de 13000 acciones de QQQ no se compadece entonces con los patrones de volúmenes de venta de la compañía en relación con dicha especie y resulta cuando menos paradójico que la insistencia en vender un paquete tan significativo se haya traducido precisamente en una enajenación a pérdida, al precio más bajo jamás registrado después del proceso de escisión de QQQ, con evidentes antecedentes de precios bastante más altos apenas unos días antes de dicha operación.²⁸

Llama también la atención de la Sala que, según se indicó al inicio de este capítulo, precisamente para el día 30 de noviembre, otros operadores del mercado ingresaron puntas de compra por 8196 títulos, a mejores precios, y que, en general, la demanda de títulos a precios iguales o superiores a \$30000.00, era de 15196 títulos. Sin embargo, i) aunque nunca había vendido un paquete de más de 4000 acciones de QQQ, decidió disponer de 13000 acciones, a pérdida, existiendo una oferta de compras de más de 8000 acciones a precios superiores a \$30.000.00, y ii) no aprovechó una profundidad de demanda de más de 15.000 títulos, por precios iguales o superiores a \$30.000.00, no obstante afirmar repetidamente que su intención el día de 30 de noviembre era "salir" del activo cuyo precio, a su juicio, venía en caída, porque el mercado, por fin, lo "estaba alineando con los fundamentales del emisor". Para la Sala, no hay una razón sólida que explique por qué, en este último caso, el imputado no aprovechó la suficiente profundidad en la demanda de títulos para liquidar toda su posición en la especie –tal cual dice que lo quería- y prefirió vender a pérdida 13000 títulos, y conservar todavía más de 5000 de ellos en su portafolio, a pesar de que advertía que el precio tenía tendencia marcada a la baja.

No consideró tampoco el inculpado que, igualmente, el día 30, otros operadores del mercado pusieron puntas de venta sobre el mismo título, a precios sensiblemente más altos, según se indicó. Esos comportamientos

²⁸ Llamam la atención de la Sala los nocivos efectos de las esperas y períodos "de expectativa" que se tomó ING antes de concretar negociaciones con la especie QQQ. Ciertamente, conforme a sus propios dichos, estuvo "expectante" dos años para decidir tomar posición en esas acciones no obstante que sus referentes de mercado ya lo habían hecho, para terminar comprando a precios que consideró siempre sobrevalorados. De igual manera, y ya en camino de liquidar su posición en el activo, aguardó expectante un momento de profundidad en el mercado para "salir" de un paquete significativo, y cuando se decidió a hacerlo lo vendió a pérdida, denostando múltiples oportunidades de enajenar a mejores precios, como lo evidencian los log de auditoría.

son inexplicables para este panel disciplinario y carecen de toda lógica y racionalidad económica (si el objetivo del Gerente de Inversiones Locales al comprar acciones de QQQ fuera beneficiar a ING por cuenta de sus valorizaciones y no inferir a algunos competidores pérdidas que hicieran ver más alta a su propia rentabilidad), máxime cuando provienen de un operador experto como un fondo de pensiones.

En síntesis, para la Sala, los elementos de juicio hasta ahora enunciados evidencian, más allá de toda duda razonable, la intención del Gerente de Inversiones Locales de ING de reducir el precio de la acción de QQQ. Son sus señales inequívocas y objetivadas. Equivalen a su manifestación externa. Atendiendo a la dificultad lógica de probar cuanto el agente retiene y procesa en su psique (*proposito in mente retento non operatur*, pregonaban los romanos), lo procedente es entonces concentrarse en sus manifestaciones exteriores, como lo hizo AMV en la investigación para dar por acreditada la intencionalidad de la conducta, proceder que esta Sala comparte íntegramente.

Sobre este particular, la doctrina ha establecido que

“La prueba de los elementos subjetivos del delito no requiere necesariamente basarse en las declaraciones testimoniales o en pruebas periciales. En realidad, en la medida en que el dolo o los restantes elementos del tipo penal no pueden ser percibidos directamente por los sentidos, ni requiere para su comprobación conocimientos científicos o técnicos especiales, se trata de elementos que se sustraen a las pruebas testimoniales y periciales en sentido estricto. Por lo tanto, el Tribunal de los hechos debe establecerlos a partir de la forma exterior del comportamiento y sus circunstancias mediante un procedimiento inductivo, que, por lo tanto, se basa en los principios de la experiencia general.

(...)

En palabras de Lorenzo Copello (refiriéndose específicamente a Puppe, pero con referencias también a Jakobs): “Lo importante, por consiguiente, de cara a determinar si se produce una contradicción con la norma jurídico penal, no son las actitudes internas del sujeto, sino lo que exprese la conducta desde la perspectiva de la comunicación entre seres inteligentes”.²⁹

Rosenberg,³⁰ por su parte, pone como ejemplos de hechos o circunstancias de la vida anímica, también llamados hechos internos, la

²⁹ ISEGORÍA, N° 35, julio-diciembre, 2006. Daniel González Lagier. “La prueba de la intención y la explicación de la acción”. Universidad de Alicante. Páginas 173 a 192

³⁰ ROSENBERG: *Tratado de derecho procesal civil*, Buenos Aires, Edit. Ejea, 1955, t. II, págs. 209 y 210

voluntad, la intención, la finalidad, el saber, la conformidad, y dice que *"podrán probarse también hechos verdaderamente internos, casi siempre sólo en forma indirecta, mediante conclusión de la conducta manifestada por la parte y directamente -a lo sumo- mediante declaración de la parte"*. Schonke, por su parte³¹, entiende por hecho *"todo suceso exterior o interno que sea o haya sido perceptible"*, y entre los segundos incluye el conocimiento de cosas ciertas o la existencia de determinada intención.

De otro lado, para la Sala, el análisis de los hechos materia de investigación y de los elementos de juicio que los soportan, debe hacerse de manera integral y de conjunto, pues como ha expresado, fueron varios los mecanismos de los que se sirvió la imputada para realizar la conducta de manipulación, así como varias las formas en que dicha conducta se expresó objetivamente.

En ese sentido, con respecto a la función de juzgamiento que ejerce el Tribunal Disciplinario de AMV, importa considerar que para efectos de comprobar la existencia de responsabilidad, la Corte Constitucional³² ha precisado en relación con la función sancionatoria administrativa, que el proceso analítico que debe seguir el juez disciplinario es el siguiente: *"el juez al realizar la valoración de la prueba, lo que ha de realizar conforme a las reglas de la sana crítica, debe llegar a la certeza o convicción sobre la existencia del hecho y la culpabilidad del implicado. Cuando la Administración decide ejercer su potestad sancionatoria tiene que cumplir con el deber de demostrar que los hechos en que se basa la acción están probados y que la autoría o participación en la conducta tipificada como infracción disciplinaria es imputable al procesado"*.

Si bien la sentencia citada se refiere a la función disciplinaria dentro del ámbito administrativo público, el proceso valorativo que desarrolla este Tribunal es consecuente con esa misma exigencia; en ese orden de ideas, para comprobar la existencia de responsabilidad disciplinaria debe verificar que están plenamente probados los hechos en los que se basa la conducta reprochable, así como su imputación al sujeto investigado.

Para el efecto, la Sala debe llegar al convencimiento sobre la ocurrencia de los hechos sobre la base del análisis y la valoración conjunta de las pruebas que obren en un expediente. Sobre este particular, la jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia³³ ha manifestado que *"En efecto, en cuanto a la apreciación de las pruebas en conjunto conforme a las reglas de la sana crítica, la doctrina jurisprudencial ha señalado que es una exigencia que "... concierne, por una parte, a la labor de valoración en conjunto de todos los medios de prueba, mediante la utilización de un*

³¹ SCHÖNKE: *Derecho procesal CIVIL*, Barcelona, Edit. Bosch, 1950, pág. 201.

³² Sentencia C-244 de 1996, M.P. Carlos Gaviria Díaz.

³³ Sala de Casación Civil, 19 de diciembre de 2005, M.P. César Julio Valencia Copete.

método crítico que implique una plena coherencia, de modo que se tengan en cuenta las necesarias conexiones, concordancias o discrepancias entre esos diversos componentes; y, por otra, con el hecho de que al apreciar el haz probatorio dentro del contexto que ofrece el litigio, se tenga 'por derrotero únicamente las reglas de la lógica, de la ciencia y de la experiencia que, según su entender, sean aplicables a un determinado caso'.

En otra oportunidad, esa misma Corporación Judicial expresó que “[l]a prueba, para su aplicación o valoración, no se cuenta, sino que se pesa por su calidad, por su fuerza de convicción, por su capacidad de producir certeza. En consecuencia, no es el número de los hechos cuantitativamente considerados, sino son los hechos mismos, en su intrínseca capacidad y vigor demostrativos, lo que producen esa certeza objetiva y racional”³⁴.

El razonamiento adoptado por la Corte Suprema de Justicia, extensible a las actuaciones de este Tribunal como orientación en el ejercicio de valoración probatoria, exige de él entonces, se insiste, un análisis conjunto de las pruebas que obran en el expediente, apoyado, igualmente, en la sana crítica, las reglas de la lógica, la ciencia y la experiencia.

Así pues, independientemente del valor demostrativo individual con el que de suyo cuentan las pruebas puestas de presente en esta Resolución y del mérito adicional que arroja su análisis crítico de conjunto, la Sala también observa que cada uno de esos elementos de juicio constituye un indicio debidamente probado de la conducta reprochada, todos los cuales, igualmente, son valorados conjuntamente, atendiendo a su concordancia y complementariedad. Consecuencialmente, para la Sala existe una relación estrecha, concordante, secuencial y necesaria de eventos probados en esta actuación disciplinaria, que apunta en un solo sentido: dar por acreditada la existencia de las irregularidades reprochadas al investigado en la imputación de cargos, en la forma como se ha señalado en la presente providencia; la presencia simultánea y convergente de esos elementos de juicio no puede concebirse como una mera coincidencia, sino como el resultado de una conducta volitiva.

Ahora bien, en la medida en que el Instructor de la actuación disciplinaria estructuró la imputación de cargos a partir de realizar un análisis integral del acervo probatorio que reposa en el expediente, el cual esta Sala encuentra razonable, le corresponde al imputado el deber de controvertir de manera integral y no en forma aislada, en la etapa de juicio, dichos elementos de juicio, armónicamente cohesionados.

³⁴ CSJ Sala de Casación Penal. M.P. Ángel Marín Vásquez. Sentencia de 21 de febrero de 1950.

Sin embargo, advierte la Sala, a pesar de existir norma expresa que obliga a la apreciación de las pruebas en conjunto³⁵, el imputado se concretó a objetar los medios probatorios individualmente considerados, arguyendo que de cada uno no se pueden realizar las inferencias mencionadas por AMV en torno a la existencia de una conducta de manipulación, sin atacar eficazmente el conjunto del acervo probatorio, desconociendo que como bien lo advirtió el Instructor en la formulación de cargos, las deducciones e inferencias allí contenidas se obtuvieron del análisis integral del material probatorio³⁶.

Tal tipo de manera de controvertir el análisis conjunto de las pruebas por parte de determinado operador Jurídico, ha sido expresamente rechazada por la Corte Suprema de Justicia quien manifestó:

“Pues bien, en el cargo que aquí se examina el censor limita su actividad crítica a objetar la apreciación individual de cada uno de los medios de prueba que el Tribunal menciona y relaciona en su sentencia, para expresar a continuación cómo debe valorarse, según su parecer, cada uno de dichos elementos demostrativos, pero olvida poner en evidencia que el análisis de conjunto o global efectuado de todos ellos es arbitrario por cuanto en modo alguno es conciliable con los dictados de la lógica o las máximas de la experiencia. O sea, que mientras el Tribunal formó su juicio de todo ese conjunto probatorio, integrándolo en una unidad compuesta por diferentes elementos, el recurrente procede en contravía; desarticula de esa unidad cada uno de tales elementos para complementarlos individualmente y darle prelación a algunos de ellos, optando en consecuencia por un procedimiento por cuya virtud no queda demostrado ante la Corte, ni por asomo, que el juicio del sentenciador de segunda instancia, edificado –se repite– sobre el conjunto de las pruebas apreciado con un acertado sentido de globalidad, y no limitado a alguna de ellas vista aisladamente, entraña notorias desviaciones ideológicas con las singulares características explicadas a espacio líneas atrás.”³⁷

4.6 La utilización de los sistemas de negociación de acciones ilíquidas no inmuniza al mercado frente a las conductas de manipulación.

La Sala no comparte el argumento del inculpado según el cual el mecanismo de negociación de acciones de baja liquidez garantiza que no exista “el efecto de manipulación o artificialidad en el precio”.

³⁵ Artículo 187 del Código de Procedimiento Civil, aplicable por remisión analógica a la actividad disciplinaria de AMV.

³⁶ Así ocurre, verbi gracia, con el informe técnico suscrito por la doctora SSS, en el cual se evalúa la actuación de ING a partir del análisis individual y aislado de las prácticas o conductas que sirvieron de instrumento para a la manipulación, despreciando su consideración en conjunto y las inferencias razonables y sólidas que de allí inequívocamente pueden ser extractadas atendiendo a las reglas de la experiencia y de la razón.

³⁷ C.S.J. Cas. Civil. Sentencia del 5 de mayo de 1998. M.P. Carlos Esteban Jaramillo Schloss. Expediente No. 4959.

Para este Operador de Instancia, la utilización de los sistemas transaccionales para el desarrollo de operaciones en el mercado de valores no reviste de regularidad a una conducta que no la tenga por sí misma. El uso de tales sistemas no legitima una determinada conducta que, por sus propias condiciones y características, se aparte de ley y de la regularidad misma del mercado y constituye, por el contrario, su propia negación, como ocurre con las maniobras de manipulación de los precios.

Al resolver sobre un caso similar al que ahora se analiza, la antigua Superintendencia de Valores expresó en su momento: *"(...) No obstante lo anterior, como quedará demostrado a lo largo de la presente resolución, la circunstancia de que las operaciones hayan sido transadas a través de un recinto bursátil no les otorga el carácter de representativas del mercado si se tiene en cuenta que tales operaciones contaban con características que en manera alguna resultaban ser producto de la libre interacción de la oferta y la demanda sobre las especies citadas en el Informe de Visita."* (Resaltado fuera de texto original)³⁸

Ningún sistema inmuniza o esteriliza entonces al mercado frente a conductas que por sus características tengan la potencialidad de afectarlo. La garantía de indemnidad del mercado se satisface con la correcta operación de los sistemas por parte de los agentes, y no por la existencia del sistema en sí mismo considerado. Fue esa precisamente la conclusión a la que llegó la experta SSS, en el concepto técnico aportado por ING como prueba en su defensa: *"la participación en el Sistema de Subastas antes descrito es permeable a la manipulación del mercado y de su precio por parte de un participante mediante (...) el ingreso de órdenes de compra o venta que no correspondan a un interés real de comprar o vender"*, interés éste último que quedó evidenciado en la actuación disciplinaria que ocupa ahora la atención del Tribunal, en la forma como se indicó en esta providencia.

Por razones similares a las que ahora se exponen, no comparte la Sala el argumento de defensa de acuerdo con el cual el modelo de negociación de acciones no líquidas y el esquema de enrutadores de las firmas comisionistas establece un *"control permanente de precios que restringe órdenes por fuera de los rangos"*.

A este respecto, de un lado, no está de más advertir que la presente actuación disciplinaria no tiene por sustento el análisis de la regularidad formal de las operaciones celebradas por ING sobre la especie QQQ en el período de que da cuenta la investigación, aunque la conducta reprochada desde luego presuponga y requiera precisamente que las negociaciones atiendan a esas exigencias de validez formal.

³⁸ Resolución No. 285 del 20 de mayo de 2002 de la Superintendencia de Valores

De otro lado, la Sala ha constatado que en el contrato suscrito entre CCC e ING sobre el uso del enrutador no hay previsión alguna que establezca que el sistema bloquee el ingreso de precios que estén por fuera de determinados rangos, según lo aseguró la encartada en su defensa, de modo que como lo planteó AMV en el pliego de cargos, el hecho de que se hubieran ingresado puntas al sistema *“no es razón para señalar que las puntas y las operaciones de ING se ajustaron a todas las normas del mercado, incluyendo las relativas a la correcta formación de precios”*.

4.7 El móvil de la conducta reprochada al imputado no estuvo fundamentado en temas de rentabilidad de los fondos de pensiones.

El imputado aseguró en su defensa que no existe un móvil para que ING incurriera en la conducta reprochada, toda vez que su posición competitiva no dependía de la variación en el precio de QQQ. A su juicio, igualmente, el cambio por la valoración de dicha especie no alteraba el ranking de rentabilidad de los fondos de pensiones.

Para sustentar su teoría, esbozó en su defensa varios cuadros comparativos de la rentabilidad de ING medida contra la industria, como un todo, e individualmente contra cada fondo de pensiones, entre los cuales incluyó una simulación para intentar demostrar *“cuál habría sido el diferencial en la rentabilidad año corrido de ING sobre la industria, si no hubiese caído el precio de valoración de QQQ”*, para concluir que dicha Compañía ocupó el primer lugar en general durante el segundo semestre de 2009, situación que, según su entendimiento, desvirtúa la tesis acerca de la existencia de un móvil en su actuación, basado en obtener una ventaja en la rentabilidad frente a los otros fondos.

Sobre este particular, la Sala destaca los siguientes planteamientos para explicar por qué no es de recibo la intención de enervar la conducta de manipulación a partir de poner en entredicho, de la manera ya indicada, la existencia de un móvil para su realización.

En primer lugar, advierte la Sala que, como quedó consignado en el pliego de cargos, la manipulación es una conducta en la que lo sancionable es la realización del acto tendiente a obtener el resultado esperado, al margen de si éste se produce o no; por eso, se trata de una conducta que se sanciona aún en el grado de tentativa. Dicho en otras palabras, la deducción de responsabilidades –disciplinarias en este caso- no requiere de la concreción de resultados de ninguna naturaleza, lo que, aplicado al caso en concreto, se traduce en que la eventual represión de la conducta no puede ser función de que, como consecuencia de ella, el agente que la origina se posiciones en lugares de privilegio frente a sus competidores en términos de rentabilidad.

De la lectura de la integralidad del expediente, también está claro para este Operador que AMV no vinculó la conducta endilgada al hecho de que, como consecuencia de su implementación, ING mantuviera o escalara algún escaño en la rentabilidad de su portafolio frente a otros fondos de pensiones. La investigación no se enfocó en ello (por lo cual no forma parte de ella), sino en poner en evidencia un patrón de comportamiento seguido por el Gerente de Inversiones Locales de ING para afectar artificialmente el precio de la acción de QQQ, de forma que, en claro cuál fue el eje de la instrucción, en la amplitud del discurso, la activación de la función disciplinaria igual se habría dado si, producto de la conducta ING, hubiese recalado en el primer lugar del ranking de rentabilidad, en el segundo, o en el último.

Ahora bien, para la Sala es claro, pues así lo evidencian las pruebas del expediente³⁹, que la conducta reprochada al señor Yarce Villa tuvo un impacto negativo en el valor de los portafolios de los demás fondos de pensiones con inversiones en QQQ, que ascendieron a los montos que quedaron consignados a folio 24 del pliego de cargos, cifras que el encartado no desvirtuó al defenderse. También ha reparado que fue en el específico contexto de aludir a ese impacto negativo de la conducta en otros operadores, que AMV utilizó la expresión "móvil" y que cualquier mención adicional que hubiera hecho sobre el particular no relativiza, ni condiciona la ratio decidendi de los cargos imputados, como tal plenamente demostrada en el plenario, sino que deviene en argumentos de complemento u *obiter dictas* del acto de imputación.

No puede pasar por alto la Sala en este punto, finalmente, que no obstante correr a su cargo su cabal acreditación ante el Tribunal (por la reglas del *onus probandi*), el imputado no menciona ni remite a las fuentes que pudieran dar sustento a los datos y cifras que esgrimió en su defensa, de forma que cuanto aserto formuló en la respuesta al pliego en relación con la rentabilidad comparada de los fondos de pensiones y sobre el ejercicio de simulación al que ya este Operador hizo mención, no está suficiente ni conducentemente demostrado en el expediente de la presente actuación disciplinaria.

No obstante ello, baste con decir que la Sala confrontó aleatoriamente algunas de las cifras que están contenidas en varios de los aludidos cuadros, contra la información oficial emanada de la Superintendencia Financiera (datos anexos a las cartas circulares mediante las cuales se difunde la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones, publicados en la página web de dicha entidad) y encontró diferencias muy importantes entre las dos informaciones:

³⁹ Ver folios 179, 195 a 201 y 209 del Cuaderno de Pruebas 1.

Así por ejemplo, sin pretensiones de exhaustividad en el análisis, advirtió la Sala lo siguiente:

- i) Con respecto al cuadro de la página 39 de la respuesta al pliego de cargos (que pretende describir, comparativamente, la rentabilidad acumulada de ING contra la industria en el segundo semestre de 2009), encontró que los datos de la rentabilidad de ING a cortes 31 de agosto, 31 de octubre, 30 de noviembre y 31 de diciembre no coinciden con los de la Superintendencia Financiera de Colombia. Lo propio pasa con los datos que el encartado le adscribe a la industria: no coincide, en ninguno de los cortes de fin de mes, con el mencionado reporte oficial.
- ii) Una situación similar se presenta en la página 43 de la respuesta al pliego, cuando la comparación se hace con DDD. Los datos a cortes 31 de agosto, 31 de octubre y 30 de noviembre, no coinciden con la información de dicha Superintendencia.

Las consecuencias de esas discordancias son de gran impacto y hacen mella en la credibilidad que reclama ING para sí al relacionar tales cifras en su principal escrito de defensa: sin ir más lejos, la información oficial da cuenta de que: i) a 30 de septiembre de 2009, cuando ING tomó posición en la acción de QQQ, se encontraba por debajo de la rentabilidad de la industria; sin embargo, al 30 de noviembre, cuando cesó la conducta de manipulación, había repuntado y se encontraba por encima; ii) Frente a DDD, ocurrió una situación similar. En septiembre, el índice ING/DDD se encontraba en 0.905; al finalizar noviembre quedó en 1.74; iii) En diciembre de 2009, cuando ING dejó de invertir en la acción de QQQ, el índice de correlación con la industria volvió a un nivel del 0.96; esto es, quedó de nuevo por debajo de la rentabilidad promedio de la industria.

En breve, puede válidamente concluir la Sala que no es cierto entonces, como la afirma el imputado, que la correlación de rentabilidad acumulada entre ING con la industria y con DDD no varió con los movimientos sobre las acciones de QQQ, pues la realidad es que, como secuela de la conducta, ING pasó de estar por debajo en la rentabilidad a aventajar considerablemente tanto a DDD (diferencia de 0.269), como a la industria (diferencia de 0.188).

4.8 Sobre la caracterización y tipología de la conducta reprochada. Perspectiva desde el Derecho Comparado

El encartado apela a un documento académico elaborado por AMV, titulado "*El Descubrimiento de Precios en el Mercado de Valores*", para soportar el argumento de acuerdo con el cual las operaciones realizadas

en el período que abarca la investigación no describen las características o tipologías propias de las conductas de manipulación.

Se refirió, así mismo, a una propuesta regulatoria de AMV, del 10 de noviembre de 2009, titulada "*Prohibición de retiro de posturas en la subasta de cierre de instrumentos líquidos y en la subasta de instrumentos de baja liquidez del mercado de renta variable*", para concluir, igualmente, que de acuerdo con dichos documentos, algunas de las características de las operaciones que realizara, en particular las asociadas al retiro o la modificación de puntas de compra y de venta, no se enmarcan dentro de los presupuestos de las conductas de manipulación de precios en el mercado.

Finalmente, y de nuevo con el ánimo de desvirtuar la existencia de una conducta de manipulación, el encartado hizo algunas remisiones al Derecho Comparado, tras las cuales concluyó que AMV se centró solo en algunas conductas particulares que pueden ser consideradas como abuso de mercado y que "*ejecutar transacciones en el mercado de valores solo se considera una conducta manipulativa si asegura el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial*".

En relación con el contenido del primero de los dos aludidos documentos de AMV, la Sala llama la atención sobre su naturaleza académica y advierte que, como claramente se indicó en él, la enunciación de las conductas que, a juicio del Autorregulador, constituyen eventos de manipulación, no es exhaustiva, sino apenas ilustrativa.

Sin perjuicio de esa claridad, la Sala destaca que el documento, contrario a lo afirmado por el disciplinado, sí contiene algunas tipologías sobre eventos de manipulación, aplicables al caso en concreto de las operaciones celebradas por ING en la actuación sancionatoria de la que ahora se ocupa el Tribunal Disciplinario.

En efecto, en la página 26 del documento se menciona que las conductas de i) colocar puntas a un precio muy inferior al de mercado, ii) realizar operaciones sobre una especie por lo general no negociada por el operador, iii) llevar a cabo operaciones en periodos cercanos a la valoración de portafolios para los intermediarios⁴⁰ y iv) afectar el precio del activo ocasionando que la valoración del portafolio del competidor resulte afectada negativamente (características que describieron, según se indicó en esta providencia, las operaciones realizadas por la imputada), se presentan todas como buenos indicios de eventos de manipulación del mercado.

⁴⁰ Con el objetivo de que se calcen las operaciones sin que el mercado pueda reaccionar.

Sobre el segundo documento, esto es, el relacionado con la propuesta regulatoria, la Sala advierte que dicho proyecto no se ocupó del estudio en concreto de ninguna de las tipologías que caracterizan la conducta de manipulación; por ende, no tuvo tampoco el alcance de descartar alguna de ellas de la posibilidad en abstracto de constituir una de ellas.

El documento se elaboró en un contexto histórico en el cual se consideró necesario establecer mecanismos para evitar que los operadores utilizaran el sistema de subastas, de cierre o de especies ilíquidas, para adjudicarse a sí mismos operaciones o para alterar el precio de manera ficticia con cualquier otro fin, en detrimento de los demás participantes y del mercado en general.

La propuesta tuvo por propósito establecer mecanismos para evitar que los operadores utilizaran el sistema de subastas, de cierre o de especies ilíquidas para alterar el precio de manera ficticia, en detrimento de los demás participantes y del mercado en general, *“permitiendo el retiro o modificación de las posturas durante la subasta en casos legítimos, o desincentivando los casos en donde no existe una verdadera razón de mercado para retirar las puntas”*. Advierte entonces la Sala que, contrario, a lo expresado por el encartado, de acuerdo con el documento, para el momento en que él se discutía, gravitaba una preocupación para las instancias de supervisión de los mercados: que la posibilidad de retirar las posturas durante el período de subasta para especies clasificadas como de baja liquidez podría facilitar el desarrollo de comportamientos que afectarían indebidamente el precio de equilibrio, por lo cual se arbitraron para entonces soluciones, entre ellas de orden legal, que no trascendieron, en este caso, de la fase de propuesta de regulación.

Finalmente, en relación con las remisiones al Derecho Comparado a las que alude ING para intentar explicar que las características de las operaciones que celebró sobre la especie QQQ no se enmarcan dentro de los eventos con que normalmente se identifican las conductas de manipulación, la Sala formula las siguientes consideraciones, que la conducen a no compartir tales planeamientos:

En primer lugar, llama la atención de la Sala que, en general, las citas y referencias de Derecho Comparado que el encartado trajo a colación en su defensa, coinciden en lo sustantivo con la descripción de las tipologías y eventos que, en distintas legislaciones, suelen caracterizar a las conductas de manipulación, a las cuales AMV, a su vez, ya había remitido como sustento del pliego de cargos⁴¹.

Con su cita y remisión a las distintas fuentes y referencias internacionales que describen tal tipo de conductas, el encartado reconoce entonces en

⁴¹ Folios 69 y s.s.

su respuesta a la imputación de cargos que las transacciones que proporcionen o puedan proporcionar *“indicios falsos o engañosos respecto de la oferta, la demanda, o el precio de instrumentos financieros (...) o que aseguren el precio de uno o varios instrumentos en un nivel anormal o artificial”* (que es la idea que se repite copiosamente en las varias referencias comparadas citadas en la defensa), pueden constituir eventos de manipulación en el mercado y esa fue precisamente la hipótesis de AMV para la estructuración de los cargos.

A las referencias comparadas ya incorporadas a la actuación disciplinaria en los cargos y descargos, la Sala adiciona a continuación otras de ese mismo alcance, para poner de relieve, en breve, que las expresiones concretas que suelen asumir las conductas de manipulación, si bien son de variada índole, se identifican internacionalmente en algunos patrones comunes, frente a los cuales Colombia no es la excepción.

ESPAÑA

La regulación española (Real Decreto de 2005) prohíbe la realización de prácticas que falseen la libre formación de precios y establece, asimismo, cuáles son en particular estas prácticas, entre las cuales la Sala destaca dos, que encuentra pertinentes, verificada su ocurrencia, *mutatis mutandis*, en la presente actuación disciplinaria:

- Operaciones u órdenes que proporcionen, o puedan proporcionar, indicios falsos o engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros.
- Operaciones u órdenes que aseguren el precio en un nivel anormal o artificial.

El Real Decreto mencionado incorpora también algunos ejemplos de tales prácticas, entre ellos la venta o compra de instrumentos financieros en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre.

Por último, dicha regulación relaciona una serie de señales o indicios a tener en cuenta para una eventual consideración de una determinada conducta como práctica de manipulación de mercado. Dichos indicios sirven de indicadores de diagnóstico de conductas de manipulación y en resumen se refieren a:

- Presencia de órdenes u operaciones que representen una proporción significativa del volumen diario de operaciones en el

valor, en especial cuando producen cambios significativos en su cotización.

- Presencia de órdenes u operaciones introducidas en mercado por volúmenes o precios significativamente distintos a los previos en mercado, que posteriormente se retiran sin ejecutarse.
- Presencia de órdenes u operaciones realizadas en momentos específicos, o en torno a él, en que el precio formado tiene especial trascendencia, por servir de referencia al mercado o para liquidar o valorar determinadas operaciones.

Sin embargo, no existe en la normativa española una lista predeterminada de tipos de prácticas de manipulación de mercado. Lo cual es lógico atendiendo a que la manipulación de mercado es un fenómeno complejo que puede adoptar múltiples manifestaciones, muchas de las cuales serán posibles o no dependiendo de las características de cada mercado y de los mecanismos y reglas que tengan para la formación de precios.

CANADÁ

IIROC, su principal Autorregulador de Valores, en el documento Universal Market Integrity Rules, ha establecido también un catálogo (Política 2.2) no exhaustivo de actividades manipulativas y engañosas. En concreto, tiene establecido que

“Hay un número de actividades que, por su misma naturaleza, serán consideradas como un método, un acto o una práctica manipulativa o engañosa, entre ellas (...) (d) comprar un valor con la intención de hacer una venta en el mercado del mismo o diferente número de unidades del valor o de un valor relacionado a un precio por debajo del precio de la última venta de tal valor, mostrado en la pantalla del mercado consolidado (cierre)

(...)

Si alguna de las siguientes actividades es realizada en un mercado y crea o se podría razonablemente esperar que creara una apariencia falsa o engañosa de negociación o interés en la compra o venta de un valor o de una demanda artificial de precio de venta, oferta o demanda, el ingreso de la orden o la ejecución de la transacción constituirá una violación de la subdivisión (2) de la regla 2.2 (...): (d) hacer ventas u ofertas de venta de un valor a precios sucesivamente inferiores o en un patrón generalmente de precios sucesivamente bajos; (e) incorporar una orden u órdenes para

la compra o la venta de un valor con el fin de:(i) establecer un precio de venta, demanda u oferta predeterminado, (ii) efectuar un cierre del precio de venta, demanda u oferta, por encima o por debajo.

(...)

Parte 3 – Fijación de precios artificiales.

Para los propósitos de la subsección (2) de la Regla 2.2, un precio de venta, oferta o demanda se considerará artificial si no se justifica por la demanda u oferta sobre un valor. Que un precio particular sea o no “artificial” depende de las circunstancias particulares.

Algunas de las consideraciones pertinentes para determinar si un precio es artificial son las siguientes: (a) los precios de las operaciones anteriores y posteriores; (b) el cambio en el último precio de venta, mejor precio de oferta o demanda que resulta del ingreso de la orden en un mercado; (c) la liquidez reciente del valor; (d) el momento en que la orden es ingresada y alguna instrucción relevante para el momento en que se ingresa la orden, y (e) si cualquiera de los participantes, persona o cuenta con acceso involucrada en la orden: (i) tiene la motivación para establecer un precio artificial, o (ii) representa prácticamente todas los órdenes ingresadas o ejecutadas para la compra o venta del valor.”⁴²

COMITÉ DE REGULADORES EUROPEOS DE VALORES

Tal Comité, igualmente, ha elaborado una lista de ejemplos o tipos de manipulación de mercado, sobre la base de los indicios antes señalados y de casos que se han producido en los últimos años y que sus integrantes entienden que cumplen las condiciones para ser consideradas conductas que cumplen los elementos que definen la manipulación, que sirven de guía orientativa a los supervisores europeos y a los agentes del mercado.

Entre tales conductas se destacan algunas que la Sala constató se verificaron en las operaciones que ING realizó sobre la especie QQQ.

- Las órdenes ilícitas previamente pactadas (matched orders); esto es, para el Comité, las operaciones en que se transmiten órdenes de compra sobre un valor y simultáneamente órdenes de venta por importe igual o similar, para crear ante el mercado una falsa apariencia con relación al nivel de demanda real existente, estimulando una presión compradora adicional que fuerce la cotización al alza de la que se beneficia el manipulador.

⁴² IIROC-Universal Market Integrity Rules. En www.iroc.ca/English/ComplianceSurveillance/RuleBook/Pages/UMIR.aspx

- Marcaje al cierre (marking the close), que el Comité identifica como la compra o venta de valores al cierre del mercado, con el fin de alterar su cotización a la hora de cierre del mismo, en el sentido que interesa al manipulador⁴³.

Por último, también a nivel supranacional, en el ámbito europeo, la Sala destaca el aporte que en estos asuntos, relacionados con la descripción de las conductas que suelen caracterizar la manipulación de mercado, encuentra en la doctrina especializada.

Así por ejemplo, es reconocido en ese ámbito Cristian Dutescu⁴⁴, quien sobre el particular, con notoria claridad conceptual, ha expresado algunas opiniones que resultan aplicables a la situación fáctica conocida ahora por este panel del Tribunal Disciplinario:

“Señales de manipulación del mercado de capitales a través de órdenes o negociaciones que mantienen el precio de uno o varios valores, en un nivel artificial o anormal.

(...)

Cuando las órdenes emitidas o las operaciones ejecutadas son una porción importante del volumen diario de operaciones ejecutadas respecto de determinado valor en un mercado regulado, especialmente en el caso en que dichas actividades conllevan una sensible variación del comportamiento de este valor.

(...)

Órdenes que son emitidas u operaciones que son ejecutadas precisamente en el momento o cerca del momento de calcular referencias de tendencias, liquidaciones (precio de liquidación) y demás evaluaciones.

Esta presencia de una posible manipulación del mercado es la base de la práctica manipulativa denominada “marking the close”

⁴³ Especial relevancia adquiere para la Sala esta manifestación de la conducta manipulativa, teniendo en cuenta que varias de las operaciones censuradas se realizaron bajo esa modalidad (apenas unos instantes antes de cerrar la subasta), entre las cuales se destacan, por ser sin duda las más importantes, i) las que condujeron primero a la compra de los títulos el 24 de septiembre de 2009 (de lo cual quedó en la carpeta de pruebas del expediente un completo registro telefónico entre el Gerente de Inversiones de ING y un funcionario de una firma comisionista), y ii) nada menos que la operación del 30 de noviembre de 2009, con la cual la encartada dispuso de un paquete de 13000 acciones.

⁴⁴ The Manipulation of Capital Market. En <http://www.dutescu.com/uploads>.

Las órdenes o negociaciones ejecutadas en el momento de calcular el precio de referencia, o de hacer las estimaciones de liquidación, pueden llevar a la fijación de un nivel artificial de estos precios, situación que traerá daños y perjuicios a los inversionistas de buena fe, quienes pueden tomar decisiones de inversión en función de los precios, o bien se ven obligados a marcar una pérdida o reducir las ganancias, en razón a los niveles de precio anormal que han sido establecidos, por prácticas manipulativas.

(...)

Venta o compra de valores en el cierre del mercado, con el propósito de engañar a los inversionistas quienes actúan con base en los precios de cierre.

Estamos en la presencia, en este caso, de una técnica de manipulación que es bien conocida en todos los mercados globales.

El nombre conocido por los inversionistas y autoridades es "marking the close".

(...) Los elementos fundamentales de esta práctica con carácter manipulativo son la presencia de un lado objetivo- vender o comprar un valor cuando el mercado cierra, pero también la presencia de un lado subjetivo- el propósito seguido por estas negociaciones de engañar a los inversionistas que actúan con base en los precios de cierre.

Esta técnica de manipulación está entre el límite de manipulación del mercado a través de engañar a otros participantes del mercado y la manipulación a través de mantener un precio artificial. (...)

(...) esta práctica puede tener lugar cualquier día de negociación, pero está asociada especialmente con ciertas fechas, como el vencimiento de contratos de derivados, fechas de referencia con respecto a los portafolios anuales o índices de referencia.

(...)

El lado objetivo-negociaciones hechas cuando el mercado está cerrando

El texto del artículo 1, parágrafo 2 de la Directiva No. 6/2003, retomada por el artículo 244, parágrafo 7, línea b) en la Ley del mercado de capitales No. 297/2004 menciona la ejecución de negociaciones efectivas en el momento de cierre del mercado.

Habrá que considerar solo las negociaciones hechas de manera previa al cierre del mercado y no todas las llevadas a cabo durante la sesión de negociación, aún si el precio de cierre es establecido con base en las

operaciones hechas en los primeros minutos de negociación del respectivo día.

(...)

El propósito de estas transacciones ejecutadas cuando el mercado está cerrando: engañar a otros inversionistas.

(...) En el análisis del elemento subjetivo de esta práctica manipulativa es interesante el propósito inmediato (causa próxima) perseguida por el manipulador – engañar a otros participantes del mercado para ellos cerrar transacciones a precios artificiales.

El elemento subjetivo es extremadamente difícil de probar en este caso porque tiene que ser demostrada una resolución interna del presunto manipulador.

(...)

El propósito perseguido por el presunto manipulador de probará analizando algunos elementos circunstanciales adyacentes, como: volumen y valor de la transacción, **ejecución en el pasado de transacciones con estas características**⁴⁵ por parte del presunto manipulador (...), tipo de órdenes con las cuales fueron hechas las operaciones sospechosas (órdenes de mercado u órdenes a precio limite) tendencia del mercado antes y después de la ejecución de las transacciones sospechosas etc.

(...)

La venta a pérdida⁴⁶ de algunos valores cuando el mercado está cerrando, si ésta operación ha determinado una variación importante del curso (del valor), puede representar un elemento circunstancial en el análisis de la acción de manipulación, pero es forzoso relacionarlo con otros factores. (...)” (Negritas fuera del texto original).

Concluye pues la Sala en este punto que las tipologías propias de las conductas de manipulación del mercado son de verificación general o cuando menos compartida en distintos escenarios internacionales. En consecuencia, no comparte la Sala el argumento del imputado según el cual AMV acotó su estudio comparado sólo para poner de presente

⁴⁵ AMV manifiesta en el pliego –e ING no lo controvierte- que aunque la encartada tenía inversiones en otras especies ilíquidas, con la única de ellas que realizó las conductas sistemáticamente dirigidas a reducir el precio de su cotización fue con la del emisor QQQ, títulos que no había adquirido nunca antes, no obstante que sus otros referentes –los demás fondos de pensiones- lo mantenían desde dos años atrás.

⁴⁶ Como se recordó en esta Resolución, las operaciones generaron pérdidas los días 11.18 y 30 de noviembre de 2009

cuanto de él le sirviera en relación con un único referente (la Financial Services Authority, del Reino Unido). Este Operador extendió el estudio a otros referentes y los resultados, en cuanto a la conceptualización e identificación de la conducta se refiere, son sustancialmente los mismos⁴⁷. En todo caso, las referencias doctrinarias y normativas de otros países sólo tienen fines de ilustración, puesto que las decisiones de la Sala se basan en las disposiciones colombianas.

4.9 Consideraciones sobre el interés jurídico tutelado y sobre la adecuación típica de la conducta.

No comparte la Sala el argumento del encartado de acuerdo con el cual *“La preocupación de AMV por el estado de resultados de los fondos de pensiones, en particular DDD S.A. no corresponde con el interés jurídico tutelado por la norma [pues] el bien jurídico, según los principios de IOSCO y plasmados en los de nuestra Ley 964 de 2005, no está en proteger un agente en particular (...) las normas que regulan las conductas abusivas (sic) no tutelan derechos subjetivos”*.

Desde los trámites legales que antecedieron a lo que hoy en día es la Ley 964 de 2005, concretamente desde el proyecto de ley 033/04-Cámara⁴⁸), se justificó la intervención del Estado en el Mercado Público de Valores en la necesidad de que el marco regulatorio otorgue a los inversionistas una adecuada protección *“(...) contra prácticas engañosas, fraudulentas o de manipulación, así como las relacionadas con el uso de información privilegiada”*. (Subrayado fuera del texto).

La exposición de motivos de la mencionada Ley expresamente consignó con especial precisión:

“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”. (Subrayado fuera del texto)

⁴⁷ No está de más advertir, sin embargo, que la deducción e inferencia de eventuales responsabilidades disciplinarias derivadas de su realización se hace depender de la evaluación de los hechos y circunstancias concretas (analizadas en conjunto) de las operaciones realizadas por ING sobre la especie QQQ, también verificadas por la Sala, y de su subsunción en los presupuestos descritos en la norma que se imputó trasgredida

⁴⁸ Gaceta del Congreso 387 del 23/07/2004.

La garantía de integridad y transparencia es pues consustancial al concepto mismo de mercado de valores y hacia su cumplida observancia deben propender las instancias reguladoras y autorreguladoras, en beneficio de la generalidad de sujetos que interactúan en él. En ese sentido, si bien el bien jurídico tutelado en las normas que AMV imputó trasgredidas no se vincula con los intereses de ningún agente en particular, no es menos cierto que la protección que se dispensa tampoco puede hacer abstracción de los sujetos del mercado. DDD o cualquiera de los demás fondos de pensiones es un sujeto del mercado y, como tal, tiene derecho a su integridad, a su intangibilidad. Sería antinómico predicar que el ordenamiento jurídico puede hacer tabula rasa o abstracción de los agentes a quienes va dirigido y en quienes halla su propia razón de ser.

De otro lado, advierte la Sala que, más allá de cualquier alusión específica a uno o a varios fondos de pensiones, el pliego de cargos se sustenta en la afectación que la conducta reprochada generó al eficiente funcionamiento del mercado en su conjunto, en la medida en que la conducta de manipulación, como se expresó en el escrito de imputación *"distorsiona los precios, deteriora la confianza de los inversionistas y encarece [su] funcionamiento por la pérdida de credibilidad para asignar un precio de intercambio"*. La conducta afectó pues los intereses generales del mercado como un todo, generando ambientes de incertidumbre sobre los precios de una determinada especie. Fue entonces de destinatarios múltiples⁴⁹.

En consecuencia con lo expuesto, que uno de los fondos de pensiones del país, DDD S.A., hubiera hecho uso del derecho que en abstracto le asistía de poner en conocimiento de AMV una situación que advertía podía provenir de un competidor y estaba a su juicio afectando sus intereses patrimoniales, no genera como consecuencia que la actuación que a partir de allí adelante la autoridad se erija en una simple caja de resonancia de los intereses del agente quejoso, como lo deduce el encartada. En estos casos, la queja activa, enciende las potestades de supervisión y, de ser el caso, de disciplina de la Entidad que las detente; en adelante (incluso por expresa restricción, por falta de habilitación legal en el caso de AMV, -para quien no es permitido irrumpir como componedor de controversias entre actores particulares-), la autoridad respectiva su accionar en defensa de la integridad del mercado como un todo⁵⁰. De

⁴⁹ Aún en el caso en que se sostuviera que las menciones al impacto negativo de la conducta sobre la rentabilidad de varios fondos de pensiones produce el efecto de "particularizar" el espectro de acción del bien jurídico tutelado con las normas violadas, la Sala estima que en la medida en que los intereses que subyacen a la adecuada marcha de los fondos de pensiones en general son los mismos de todo el universo de personas que confían a ellos sus recursos para su administración profesional, son las relaciones e intereses de esa innúmera masa de personas la destinataria final de la protección y, con ello, la titular de los bienes jurídicos tuteados con la norma trasgredida por ING.

⁵⁰ La propia queja formulada por DDD S.A., que milita a folios 531 y 532 del expediente reivindica la protección general del mercado, al solicitar de AMV un análisis detallado, objetivo y con criterio experto, "propendiendo así, con nuestra denuncia y su revisión, asegurar que nuestro mercado de valores colombiano permita a sus

cualquier modo, las conductas aquí evidenciadas en cabeza del encartado son suficientes para que este Panel se pronuncie sobre ellas, independientemente de las conductas de otros agentes de mercado que no hacen parte de la investigación ni de los pliegos de cargos.

Por último, unas consideraciones puntuales de la Sala en relación con el argumento de una incorrecta adecuación típica, producto de que AMV no consideró en el pliego de cargos que el verbo rector de la presunta infracción es afectar "la libre" formación de precios, no afectar los "precios" en sí mismos considerados.

Sobre el particular, en breve, destaca este Panel que en el pliego de cargos (y antes, desde la solicitud formal de explicaciones) estuvo clara y profusamente desarrollada y descrita la conducta infractora y la razón por la cual, con ella, luego de estrategias repetidas, comunes y continuas en el tiempo, el Gerente de Inversiones de ING logró disminuir de forma artificial el precio de la acción de QQQ, en contravía del libre juego de la oferta y la demanda y del proceso espontáneo de formación del precio de dicha especie.

No existen razones válidas, a juicio de la Sala, para fundar un cargo por una pretensa, pero inexistente afectación al Debido Proceso, derivado de una eventual falta de determinación o de yerros en la formulación de una conducta, para cuya potencial infirmación contó el imputado con plenas posibilidades de defensa, de las cuales hizo uso efectivo.

CONCLUSIÓN

No advierte pues la Sala que sea este un caso basado en inferencias ambiguas del Instructor, que se hayan hecho valer por encima de otras posibles conclusiones lógicas, más favorables para el encartado, cuya aplicación pudiera por ello reclamar para sí, en defensa de su presunción de inocencia. No. La Sala ha encontrado acreditado, que contra las reglas de la lógica, de la experiencia y de la razón, el Gerente de Inversiones Locales de ING⁵¹ para la época de los hechos, desplegó una seguidilla de procederes para conseguir la consecución del resultado tantas veces descrito en esta providencia, y que lo consiguió.

En efecto, no era consecuente con ninguno de dichos postulados, propios del obrar esperado de un profesional en la administración de recursos de

participantes actuar en un mercado transparente, ordenado y que ofrezca garantías a quienes participamos honestamente en el mismo.

⁵¹ Que carece de antecedentes disciplinarios en AMV.

terceros, i) que aguardara tanto tiempo para tomar posición sobre un activo que sus competidores tenían en sus portafolios dos años atrás, cuyo precio estaba al alza particularmente desde la escisión de su emisor, aprobada siete meses atrás por la Asamblea General de Accionistas de la escidente y que reivindicue la razón de ser de la compra en la idea de mitigar el riesgo de divergencia, cuando ni siquiera contaba con cupos autorizados de emisor para adquirir los títulos, ii) que, invariablemente, pusiera puntas de compra y venta a precios más bajos de los que ofreciera en las sesiones de negociación precedentes y que vendiera efectivamente siempre a precios más bajos de aquellos a los que compró, incurriendo con ello en pérdidas en varias oportunidades; iii) que como Gerente de Inversiones Locales no se centrara en buscar la maximización de ganancias y, por el contrario, se alegrara y celebrara con su subalterna las tendencias a la baja de una especie en la que ING invirtió, iv) que vendiera las especies a precios más bajos de los que el mercado estaba dispuesto a pagar por ellos y de aquel al que otros vendedores estaban interesados en colocarlos en el mercado, v) que el accionar desplegado para ING se alejara del que resulta propio de los fondos de pensiones, dado que no son habitualmente especuladores en el mercado accionario, sino agentes que negocian e invierten con vocación de permanencia y vi) que se apartara de los parámetros de inversión de la Compañía frente a otras especies igualmente ilíquidas, poseídas tanto por ING como por otros fondos de pensiones.

La conducta reprochada (sin par en los precedentes disciplinarios de AMV) supuso entonces un grave compromiso a la integridad, transparencia y fiabilidad del mercado, en su conjunto y es totalmente reprochable en una persona natural vinculada a un agente tan activo y determinante dentro de él, como es el caso de un fondo de pensiones. También representó la incursión en cuantiosas pérdidas para los fondos de pensiones que mantenían inversiones en la especie QQQ (incluso para ING, aunque en menor proporción), con el consecuente demérito que ello representa a su vez para el público que confía en ellos sus recursos, para su administración diligente y profesional, ajena como debe ser a comportamientos nocivos por parte de los distintos operadores del mercado, con vista al adecuado suceso de un tema tan caro y sensible como las pensiones de las personas.

La Sala advierte que tuvo en consideración al resolver este caso el perjuicio que hubieran experimentado los afiliados a los fondos administrados por ING en caso de que esta entidad hubiera sido sancionada con expulsión.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Decisión "1" integrada por los doctores Antonio José Núñez Trujillo, Mauricio Ortega Jaramillo y Gustavo Osorio García, y de conformidad con lo dispuesto en el Acta N° 148 del 15

de septiembre de 2009 del Libro de Actas de las Salas de Decisión, por unanimidad,

RESUELVE:

ARTÍCULO PRIMERO: Imponer a **JUAN FELIPE YARCE VILLA**, Gerente de Inversiones Locales de ING para la época de los hechos investigados, una sanción de **SUSPENSIÓN** de **TRES AÑOS** y **MULTA** de **DOSCIENTOS SALARIOS MÍNIMOS LEGALES MENSUALES VIGENTES**, en los términos de los artículos 83 y 82, respectivamente, del Reglamento de AMV, por la violación a las normas relacionadas en esta Resolución, de acuerdo con las consideraciones expuestas en la parte motiva de esta providencia.

ARTÍCULO SEGUNDO: ADVERTIR a JUAN FELIPE YARCE VILLA que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 82 del Reglamento de AMV, el pago de la multa aquí ordenada deberá realizarse dentro de los quince (15) días hábiles siguientes a aquel en que quede en firme la presente Resolución, mediante consignación en el Helm Bank Convenio N° 9008 titular Helm Trust AMV Nit. 800.141.021-1, el cual deberá acreditarse ante la Secretaría del Tribunal Disciplinario.

El incumplimiento del pago de la multa en los términos aquí señalados, dará lugar a lo dispuesto por el último inciso del artículo 85 del Reglamento de AMV.

ARTICULO TERCERO: ADVERTIR al sancionado y a AMV que contra la presente resolución sólo procede el recurso de apelación ante la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario, dentro de los ocho (8) días hábiles siguientes a la notificación de la decisión, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 87 del Reglamento de AMV.

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

NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE

ANTONIO JOSÉ NÚÑEZ TRUJILLO
PRESIDENTE

**YESID BENJUMEA BETANCUR
SECRETARIO**