

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

**TRIBUNAL DISCIPLINARIO**

**SALA DE REVISIÓN**

**RESOLUCIÓN No. 4**

**Bogotá, D.C., 4 de diciembre de 2017**

**NÚMERO DE INVESTIGACIÓN: 01-2016-395**  
**INVESTIGADO: DANIEL FERNANDO ARGÜELLES TANGARIFE**  
**RESOLUCIÓN: SEGUNDA INSTANCIA**

La Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV, en ejercicio de sus atribuciones legales, estatutarias y reglamentarias, resuelve el recurso de apelación interpuesto por el investigado en contra de la Resolución No. 4 del diecisiete (17) de agosto de 2017, previo recuento de los siguientes:

**I. ANTECEDENTES**

**1.1. Aspectos procesales.**

1.1.1. El 22 de agosto de 2016, el Autorregulador del Mercado de Valores (en adelante "AMV" o "el Instructor"), en ejercicio de las facultades establecidas en el artículo 29 de la Ley 964 de 2005<sup>1</sup>, artículo 11.4.3.1.5.<sup>2</sup> y parágrafo 2 del

---

<sup>1</sup> Ley 964 de 2005, Artículo 29. Función disciplinaria. En ejercicio de la función disciplinaria, se deberán establecer procedimientos e iniciar de oficio o a petición de parte acciones disciplinarias por el incumplimiento de los reglamentos de autorregulación y de las normas del mercado de valores, decidir sobre las sanciones disciplinarias aplicables e informar a la Superintendencia de Valores sobre las decisiones adoptadas en materia disciplinaria.

Quien ejerza funciones disciplinarias podrá decretar, practicar y valorar pruebas, determinar la posible responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas dentro de un proceso disciplinario, imponer las sanciones disciplinarias establecidas en los reglamentos, garantizando en todo caso el derecho de defensa y el debido proceso.

Las pruebas recaudadas por quien ejerza funciones disciplinarias podrán ser trasladadas a la Superintendencia de Valores en ejercicio de su facultad sancionatoria. Igualmente, las pruebas recaudadas por la Superintendencia de Valores podrán trasladarse a quien ejerza funciones disciplinarias, sin perjuicio del derecho de contradicción.

Los procesos y acciones disciplinarias se podrán dirigir tanto a los intermediarios del mercado de valores como a las personas naturales vinculadas a estos.

Parágrafo. La función disciplinaria de que trata este artículo, podrá continuar ejerciéndose a través de cámaras disciplinarias en los términos y condiciones que determine el Gobierno Nacional.

<sup>2</sup> Decreto 2555 de 2010, Artículo 11.4.3.1.5 (Artículo 21 Decreto 1565 de 2006). Función disciplinaria de los organismos autorreguladores. La función disciplinaria de los organismos de autorregulación 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.

Los procesos disciplinarios se podrán referir tanto a los intermediarios de valores como a las personas naturales vinculadas a estos. (...)

artículo 11.4.1.1.3.<sup>3</sup> del Decreto 2555 de 2010, y 14<sup>4</sup> del Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas (en adelante RAVD), solicitó<sup>5</sup> explicaciones formales a Daniel Fernando Argüelles Tangarife, en su condición de persona natural vinculada de la sociedad Credicorp Capital Colombia S.A. Comisionista de Bolsa (en adelante “la sociedad” o “Credicorp” o “la firma comisionista”), por la posible violación de los artículos 29<sup>6</sup>, 36<sup>7</sup> y 59<sup>8</sup> del RAVD.

1.1.2. El 26 de septiembre de 2016, el investigado rindió formalmente las explicaciones solicitadas<sup>9</sup>.

1.1.3. El 21 de abril de 2017, el instructor formuló pliego de cargos<sup>10</sup> contra el investigado, al considerarlo responsable de la infracción a los artículos 29, 36 y 59 del RAVD.

---

<sup>3</sup> Decreto 2555 de 2010, Artículo 11.4.1.1.3. Parágrafo 2 (Adicionado por el artículo 2 del Decreto 39 de 2009). Los organismos autorreguladores podrán adelantar las funciones normativa, de supervisión, disciplinaria y de certificación con relación a cualquier actividad, operación, servicio, producto o participación en mercados que realicen las entidades sujetas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia o entidades que desarrollen actividades afines el mercado financiero, asegurador y de valores, cuando estas lo soliciten voluntariamente, de manera individual o colectiva, o cuando la normatividad vigente así lo exija.

<sup>4</sup> RAVD. Artículo 14. Función Disciplinaria. La función disciplinaria consiste en la investigación y juzgamiento de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad objeto de supervisión.

En desarrollo de la actividad disciplinaria, AMV podrá adelantar las siguientes actividades: a. Instrucción de procesos disciplinarios, incluyendo entre otros, la solicitud formal de explicaciones, el decreto, práctica y recaudo de pruebas, la evaluación de las explicaciones y la formulación de los cargos; b. Adelantar las investigaciones que se requieran, en relación con las Actividades Autorreguladas en Divisas por parte de los Sujetos de Autorregulación; c. Requerimiento de información a los Sujetos de Autorregulación y a terceros que sea necesarias en desarrollo de investigaciones y procesos disciplinarios; d. La negociación y suscripción de acuerdos de terminación anticipada; e. Las funciones de juzgamiento a cargo del Tribunal Disciplinario, mediante la imposición de las sanciones a que haya lugar a los Sujetos de Autorregulación; f. Todas las demás gestiones relacionadas con la iniciación, trámite y finalización de procesos disciplinarios, así como cualquier otra asociada con las actividades anteriormente referidas.

<sup>5</sup> Folios 002 a 018 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>6</sup> Artículo 29 del Reglamento de Autorregulación en Divisas: “Obligaciones de los sujetos de Autorregulación en Divisas. Los sujetos de Autorregulación en Divisas deberán cumplir las siguientes obligaciones, en adición a las previstas legal o contractualmente: 1. Conocer y cumplir los Estatutos del Autorregulador, el Reglamento de Divisas y Cartas Circulares sobre divisas; (...)

<sup>7</sup> Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas, artículo 36: “Cultura de cumplimiento y control interno. Las PNV deben asegurar que las obligaciones impuestas por el presente Reglamento, aplicables a ellas y a los Autorregulados en Divisas sean cumplidas.

<sup>8</sup> Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas, artículo 59: Los sujetos de Autorregulación se abstendrán de participar en actividades manipulativas, las cuales consisten en realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar directa o indirectamente o coadyuvar con operaciones u otros actos relacionados, que tienen como objetivo o efecto: a) divulgar información falsa y engañosa; b) distorsionar el mercado o afectar la libre oferta o demanda de divisas.

Será un indicio grave de la realización de actividades que tengan como objetivo o efecto la distorsión del mercado, la realización de un conjunto de operaciones cuyo efecto económico agregado sea nulo o irrelevante.

<sup>9</sup> Folios 023 a 046 de la carpeta de actuaciones finales.

<sup>10</sup> Folios 094 a 142 de la carpeta de actuaciones finales.

1.1.4. El 21 de julio de 2017, dentro del término previsto para el efecto, y luego de fracasar un intento de acuerdo de terminación anticipada, el investigado presentó descargos por conducto de su apoderado especial, oportunidad que también utilizó el Instructor para solicitar la celebración de la audiencia establecida por el artículo 75 del Reglamento de AMV<sup>11</sup>, aplicable en este caso por remisión expresa establecida por el artículo 62 del RAVD<sup>12</sup>.

1.1.5. El 17 de agosto de 2017, la Sala de Decisión "1" del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores –AMV, mediante Resolución No. 4 de dicha fecha resolvió imponer al señor Daniel Fernando Arguelles Tangarife las siguientes sanciones concurrentes. SUSPENSIÓN por el término de seis (6) meses contados a partir del día siguiente a la fecha en que quede en firme la citada resolución, y MULTA equivalente SESENTA MILLONES SETENTA Y DOS MIL QUINIENTOS PESOS (\$60.072.500) que corresponde a 81,43 SMLMV para el año 2017.

1.1.6. Que dentro del término establecido en la citada Resolución No. 4, el investigado, por intermedio de apoderado especial interpuso recurso de apelación en contra de la mencionada Resolución No. 4, mediante comunicación del 21 de septiembre de 2017. En la misma comunicación el investigado solicitó llevar a cabo la audiencia establecida en el artículo 88 del Reglamento de AMV, aplicable en este caso por remisión expresa establecida por el artículo 62 del RAVD.

1.1.7. El 16 de noviembre de 2017, se celebró la audiencia solicitada por el investigado.

## 1.2. Hechos

- En febrero de 2016, AMV en ejercicio de su función de supervisión del mercado de divisas (SET FX), revisó unas operaciones realizadas por el investigado en las que se agredieron posturas diferentes a las mejores que

---

<sup>11</sup> Artículo 75. Explicaciones Verbales y Audiencia. (Artículo modificado por la Resolución 1302 de 2007. Publicado en el Boletín Normativo 04 AMV el 26 de julio de 2007. Entró en vigencia el 30 de julio de 2007). Una vez puesta en conocimiento de la Sala de Decisión la respectiva investigación disciplinaria, ésta, si lo considera pertinente, podrá citar al Presidente de AMV, a los funcionarios delegados por éste, o a los investigados, para que expliquen verbalmente los hechos objeto del proceso, los cargos, las explicaciones y las pruebas relacionadas en el proceso disciplinario, así como cualquier otro aspecto relevante del mismo.

Los investigados podrán solicitar a la Sala de Decisión que se celebre una audiencia en la que puedan exponer su versión sobre los hechos del proceso. Igualmente, el Presidente de AMV o los funcionarios delegados por éste podrán solicitar a la Sala de Decisión que se celebre una audiencia para exponer los hechos, los cargos, las explicaciones y las pruebas relacionadas con el proceso disciplinario, así como cualquier otro aspecto relevante del mismo.

<sup>12</sup> Artículo 62. Remisión al Reglamento de Intermediación de Valores El proceso disciplinario y en general el ejercicio de la actividad disciplinaria de la autorregulación voluntaria en divisas al cual están sometidos los sujetos de autorregulación en divisas, será el establecido por el Reglamento de Intermediación de Valores, incluidas sus modificaciones y adiciones. En este sentido, siempre que se haga referencia en el Libro 3 del Reglamento de Intermediación de Valores al mercado de valores se entenderá que hace referencia al mercado de divisas, y cuando se haga referencia a valores se entenderá que hace referencia a divisas.

Parágrafo: Las Salas de Decisión deberán estar integradas por expertos en el mercado de divisas, en los términos que disponga el Reglamento del Tribunal Disciplinario. Las normas contenidas en el Reglamento de Intermediación de Valores y en la Normatividad Aplicable para la conformación de las Salas de Decisión seguirán siendo aplicables.

tenía el mercado para esa fecha. En atención a lo anterior, se amplió el rango de investigación al período comprendido entre el 24 de octubre de 2014 y 7 de junio de 2016, encontrando un patrón de conducta del investigado, que entre otras características tenía: la agresión de las posturas que no eran las mejores del mercado, y la consecuente activación de unos stop loss acordados.

- El total de operaciones cuestionadas por AMV asciende a 180, discriminadas en dos grupos: i) 90 operaciones en las que se agredió una postura que no era la mejor disponible; y ii) 90 operaciones, celebradas como consecuencia de la activación de los stop loss previamente acordados.

Conjunto Operaciones	Fecha	Hora	Folio	Comprador	Vendedor	Precio Spot	Monto	Tipo	Mejor Demanda	Mejor Oferta	Mejores Posturas
Operación 1	24/10/2014	10:29:44	O07GRF1KH5	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.063,00	500.000	P	2.063,05	2.063,70	1
	24/10/2014	10:29:44	O00CRD55O5	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.063,00	1.000.000	L			
Operación 2	21/11/2014	10:03:14	O2G4M7KR74	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.137,00	250.000	P	2.137,40	2138,5	2
	21/11/2014	10:03:14	O31JRBP02X	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.137,00	1.250.000	L			
	21/11/2014	10:03:14	O31JRBP02Y	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.137,00	250.000	L			
	21/11/2014	10:03:14	O336M3SAO8	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.137,00	1.000.000	L			
Operación 3	5/12/2014	12:17:01	O35ZRC557Q	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.311,10	1.000.000	L	2.310,00	2.311,00	1
	5/12/2014	12:17:01	O00D6V1K7W	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.311,15	250.000	T			
Operación 4	9/12/2014	9:26:46	O1PSBTI QNH	XXXX	OCCC ARODRIGUEZ	2.350,00	250.000	T	2.348,00	2.349,99	1
	9/12/2014	9:26:46	O00C BYD5MJ	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.350,00	1.000.000	L			
Operación 5	17/12/2014	10:08:34	O01X7316JQ	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.416,00	500.000	P	2.416,05	2.420,50	1
	17/12/2014	10:08:34	O1P76R3530	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.416,00	500.000	L			
Operación 6	16/01/2015	9:52:39	O027BY04CK	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.385,00	250.000	P	2.385,15	2.385,80	2
	16/01/2015	9:52:39	O00CR9UWGI	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.385,00	1.000.000	L			
Operación 7	28/01/2015	10:27:59	O24UH11Y8U	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.368,25	250.000	T	2.366,00	2.368,00	1
	28/01/2015	10:27:59	O35ZGZURFI	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.368,10	1.000.000	L			
Operación 8	5/02/2015	10:43:09	O00CM1N5YF	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.380,00	1.000.000	L	2.380,05	2.381,90	2
	5/02/2015	10:43:09	O10E6U3CQ1	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.380,00	250.000	P			
Operación 9	17/02/2015	11:13:24	O1P76V4RKR	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.419,00	250.000	L	2.419,02	2.419,50	1
	17/02/2015	11:13:24	O27W6UXA0B	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.419,00	250.000	P			
Operación 10	24/02/2015	11:08:49	O35ZBUO95M	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.487,90	500.000	L	2.487,91	2.489,00	1
	24/02/2015	11:08:49	O1WW77NIE	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.487,86	250.000	P			
Operación 11	25/02/2015	8:54:42	O00CBV KYXH	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.495,00	1.000.000	L	2.494,10	2.494,95	2
	25/02/2015	8:54:42	O01X6SY680	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.495,00	250.000	T			
Operación 12	25/02/2015	9:02:44	O35ZHONRBI	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.495,10	1.000.000	L	2.494,50	2.495,00	1
	25/02/2015	9:02:44	O35ZHONRBJ	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.495,10	250.000	L			
	25/02/2015	9:02:44	O1QJ6PSF65	XXXX	YYYYY	2.495,10	500.000	L			
	25/02/2015	9:02:44	O33DH4H2M8	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.495,50	250.000	T			
Operación 13	26/02/2015	8:30:37	O00CM76V8S	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.475,00	1.000.000	L	2.475,05	2.477,00	1
	26/02/2015	8:30:37	O2ZE6UXD3A	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.475,00	250.000	P			
Operación 14	2/03/2015	9:51:11	O00C6R NKER	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.517,00	1.000.000	L	2.515,00	2.516,90	2
	2/03/2015	9:51:11	O2G46QMZVC	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.517,00	250.000	T			
Operación 15	5/03/2015	8:56:48	O336M8EIXF	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.545,00	1.000.000	L	2.541,00	2.544,95	1
	5/03/2015	8:56:48	O2V96QNOGG	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.545,00	250.000	T			
Operación 16	25/03/2015	10:04:57	O00CGZ MCPN	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.555,00	1.000.000	L	2.550,50	2.554,00	1
	25/03/2015	10:04:57	O30FBX2YS0	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.555,00	250.000	T			

Conjunto Operaciones	Fecha	Hora	Folio	Comprador	Vendedor	Precio Spot	Monfo	Tipo	Mejor Demanda	Mejor Oferta	Mejores Posturas
	25/03/2015	10:04:57	O1P7H1H OQI	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.555,00	500.000	L			
Operación 17	31/03/2015	9:06:56	O00CBW 3XDO	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.607,00	250.000	T	2.602,00	2.606,00	2
	31/03/2015	9:06:57	O00CBW 3XDP	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.607,00	1.000.000	L			
Operación 18	31/03/2015	12:20:42	O31MCO GTQC	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.602,00	250.000	T	2.599,00	2.601,95	1
	31/03/2015	12:20:42	O00CBW 3XR8	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.602,00	2.000.000	L			
Operación 19	29/04/2015	10:55:59	O238H2S NZP	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.377,00	250.000	P	2.377,25	2.378,50	1
	29/04/2015	10:55:59	O336GZ QFLW	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.377,00	1.000.000	L			
	29/04/2015	10:55:59	O1P76R ONJH	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.377,00	500.000	L			
Operación 20	7/05/2015	10:07:33	O00D6R WYB3	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.369,00	250.000	P	2.369,20	2.370,00	2
	7/05/2015	10:07:33	O336GZE MUF	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.369,00	1.000.000	L			
Operación 21	8/05/2015	9:35:42	O10EHO QF5T	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.369,00	1.000.000	T	2.367,05	2.368,95	1
	8/05/2015	9:35:42	O00CRE WSHC	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.369,00	1.000.000	L			
Operación 22	12/05/2015	9:44:24	O0276SB MYH	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.390,00	250.000	P	2.390,15	2.391,50	1
	12/05/2015	9:44:24	O00CBV K6HG	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.390,00	1.000.000	L			
Operación 23	12/05/2015	10:55:43	O0JOBZR ZP2	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.376,00	250.000	P	2.376,15	2.378,00	2
	12/05/2015	10:55:43	O336BV9 AST	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.376,00	1.000.000	L			
	12/05/2015	10:55:43	O31JBZM ZOP	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.376,00	250.000	L			
Operación 24	14/05/2015	10:09:44	O0J0M8K S1R	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.390,50	1.500.000	L	2.389,00	2.390,25	1
	14/05/2015	10:09:44	O1CNMB UVXL	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.390,65	250.000	T			
Operación 25	15/05/2015	9:02:24	O2J0RD7 UIF	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.418,00	250.000	P	2.418,15	2.422,00	2
	15/05/2015	9:02:24	O31JRBJI VO	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.418,00	600.000	L			
Operación 26	27/05/2015	10:43:38	O31MH3 DYDI	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.542,00	250.000	P	2.542,10	2.542,75	1
	27/05/2015	10:43:38	O0J0GZ5 X38	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.542,00	1.000.000	L			
Operación 27	10/06/2015	9:47:23	O0JOBZEI 5G	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.525,00	1.000.000	L	2.523,30	2.524,90	1
	10/06/2015	9:47:23	O2RDBT6 3Q5	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.525,00	250.000	T			
Operación 28	11/06/2015	12:06:17	O1PSHVI K86	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.535,00	250.000	P	2.535,05	2.537,00	1
	11/06/2015	12:06:17	O336M7 AVM6	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.535,00	500.000	L			
Operación 29	12/06/2015	9:15:49	O00DRF2 YNK	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.535,00	250.000	P	2.535,80	2.537,50	1
	12/06/2015	9:15:49	O336R85 9CD	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.535,00	500.000	L			
Operación 30	17/06/2015	10:57:44	O39WHA C6Z3	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.558,50	2.000.000	L	2.556,99	2.557,50	1
	17/06/2015	10:57:44	O1E2BXG 8JE	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.558,60	250.000	T			
Operación 31	23/06/2015	12:06:31	O33DBX NBEY	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.553,50	250.000	T	2.551,00	2.552,80	1
	23/06/2015	12:06:31	O2J8C2K QPA	XXXX	YYYY	2.553,00	5.000	L			
	23/06/2015	12:06:31	O336CSF VFQ	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.553,50	1.000.000	L			
Operación 32	24/06/2015	11:57:23	O31MH11 X7W	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.564,50	250.000	P	2.564,85	2.566,00	1
	24/06/2015	11:57:23	O336GY8 WEY	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.564,50	500.000	L			
Operación 33	30/06/2015	12:06:03	O336BM5 5HV	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.604,50	500.000	L	2.603,10	2.604,25	1
	30/06/2015	12:06:03	O27YBV W250	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.604,65	250.000	T			
Operación 34	8/07/2015	9:16:42	O1P7H29 84S	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.688,00	250.000	P	2.690,00	2.694,00	1
	8/07/2015	9:16:42	O39W6SS GF1	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.688,00	500.000	L			
Operación 35	30/07/2015	12:35:18	O1P76QL PC6	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.877,00	500.000	L	2.870,15	2.875,00	1
	30/07/2015	12:35:18	O336LX0 GF3	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.877,55	500.000	L			
	30/07/2015	12:35:18	O31JM6 ABMG	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.876,00	750.000	L			
	30/07/2015	12:35:18	O336LX0 GF2	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.877,55	250.000	T			
Operación 36	31/07/2015	12:13:21	O24UGU 21JK	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.873,75	250.000	T	2.867,01	2.872,50	2
	31/07/2015	12:13:21	O39W11A MOA	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.873,00	1.000.000	L			
Operación 37	13/08/2015	9:12:19	O00CM4 3SEY	XXXX	YYYY	2.957,00	500.000	L	2.956,00	2.956,80	3
	13/08/2015	9:12:19	O0J0MB8 4EL	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.957,00	1.000.000	L			
	13/08/2015	9:12:19	O01X6O1 RHB	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.957,00	250.000	T			

Conjunto Operaciones	Fecha	Hora	Folio	Comprador	Vendedor	Precio Spot	Monfo	Tipo	Mejor Demanda	Mejor Oferta	Mejores Posturas
Operación 38	14/08/2015	8:50:27	O0J0RFE RGR	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.977,00	1.500.000	L	2.977,35	2.978,20	2
	14/08/2015	8:50:27	O00CM4 3SST	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.977,00	500.000	L			
	14/08/2015	8:50:27	O1BGR8I 2BH	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.977,00	250.000	P			
Operación 39	19/08/2015	10:22:42	O00CH0 CIO6	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.030,00	1.000.000	L	3.028,50	3.029,90	2
	19/08/2015	10:22:42	O2G4BW OJ5V	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.030,00	250.000	T			
Operación 40	20/08/2015	8:24:06	O39WM7 RB24	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.053,30	500.000	L	3.051,00	3.053,00	1
	20/08/2015	8:24:06	O1CNMB OUV5	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.053,60	250.000	T			
Operación 41	27/08/2015	8:23:10	O2V9DU 1TSW	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.200,00	250.000	P	3.200,20	3.207,80	2
	27/08/2015	8:23:10	O00CM6 5AS2	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.200,00	500.000	L			
Operación 42	31/08/2015	8:42:04	O00C6O B2MN	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.120,00	500.000	L	3.118,00	3.119,99	1
	31/08/2015	8:42:04	O2V96T6 HF5	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.120,00	250.000	T			
Operación 43	1/09/2015	12:06:53	O39W7U 6LPT	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.115,30	1.000.000	L	3.109,00	3.111,50	1
	1/09/2015	12:06:53	O39W7U 6LPU	XXXX	YYYY	3.115,00	3.000.000	L			
	1/09/2015	12:06:53	O01X6RI3 OL	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.115,80	250.000	T			
	1/09/2015	12:06:53	O2OF6R VOUD	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.115,80	250.000	L			
Operación 44	1/10/2015	8:17:47	O00DEJ8 WXX	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.055,00	250.000	P	3.055,50	3.057,00	1
	1/10/2015	8:17:47	O31JM7B NAH	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.055,00	1.125.000	L			
Operación 45	7/10/2015	11:00:26	O00D70X BR7	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.901,00	250.000	P	2.901,10	2.903,65	1
	7/10/2015	11:00:26	O1P76R5 AJG	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.901,00	600.000	L			
Operación 46	14/10/2015	11:19:58	O3CWH7 18Z4	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.945,30	1.000.000	L	2.942,00	2.945,00	3
	14/10/2015	11:19:58	O39WBX RK4P	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.946,20	250.000	T			
Operación 47	5/11/2015	9:55:44	O336M3 C64J	XXXX L	CRRB DARGUELLES	2.847,50	250.000	P	2.848,01	2.848,90	1
	5/11/2015	9:55:44	O00CM6 FYAX	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.848,00	500.000	L			
	5/11/2015	9:55:44	O2OFBUJ IIM	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.847,65	500.000	L			
	5/11/2015	9:55:44	O39WBY 6RJS	XXXX	YYYY	2.847,50	250.000	L			
Operación 48	6/11/2015	8:30:24	O31JRAU J4U	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.890,50	3.000.000	L	2.880,00	2.886,00	3
	6/11/2015	8:30:24	O33DRT M4I	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.890,90	250.000	T			
Operación 49	17/11/2015	8:35:18	O2JOBXF LFE	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.076,00	250.000	P	3.077,10	3.080,00	1
	17/11/2015	8:35:18	O39WBX U69W	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.076,00	250.000	L			
Operación 50	17/11/2015	8:39:22	O2G4BX AVZ2	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.072,50	250.000	P	3.072,55	3.074,50	1
	17/11/2015	8:39:22	O336BT9 BS8	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.072,50	500.000	L			
Operación 51	18/11/2015	10:35:43	O2AOBX 89WG	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.099,70	250.000	P	3.099,80	3.102,15	1
	18/11/2015	10:35:43	O3CWH5 FBD8	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.099,70	1.000.000	L			
Operación 52	19/11/2015	11:39:50	O2YPBXB FYL	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.076,00	250.000	P	3.077,00	3.077,00	1
	19/11/2015	11:39:50	O39WDS 23F5	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.076,90	250.000	L			
Operación 53	20/11/2015	12:08:00	O361RBY EWB	XXXX	YYYY	3.056,00	500.000	L	3.050,00	3.054,95	1
	20/11/2015	12:08:00	O361RBY EWC	XXXX	YYYY	3.056,00	500.000	L			
	20/11/2015	12:08:00	O336R94 Z60	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.056,00	500.000	L			
	20/11/2015	12:08:00	O01XBSV 3BM	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.056,00	250.000	T			
Operación 54	23/11/2015	9:51:05	O01X6R8 TU5	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.078,00	250.000	P	3.078,50	3.080,00	3
	23/11/2015	9:51:05	O3366OJ V49	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.078,00	500.000	L			
Operación 55	24/11/2015	9:15:39	O2G475 AEDL	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.075,00	500.000	P	3.075,55	3.077,45	4
	24/11/2015	9:15:39	O00CBS3 ZI4	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.075,00	500.000	L			
	24/11/2015	9:15:39	O1P76Q XYHG	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.075,00	250.000	L			
Operación 56	3/12/2015	8:51:28	O2OFPT 487	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.153,50	250.000	P	3.154,15	3.156,00	3
	3/12/2015	8:51:28	O3CWH AMRJP	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.153,90	1.000.000	L			
	3/12/2015	8:51:28	O110EPC 5A4	XXXX	YYYY	3.154,90	250.000	L			
Operación 57	3/12/2015	9:26:02	O2G4EQ 1YXL	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.138,00	250.000	P	3.138,85	3.146,50	4
	3/12/2015	9:26:02	O1ROISE KEU	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.138,00	4.000.000	L			

Conjunto Operaciones	Fecha	Hora	Folio	Comprador	Vendedor	Precio Spot	Monfo	Tipo	Mejor Demanda	Mejor Oferta	Mejores Posturas
Operación 58	3/12/2015	10:04:26	O1VPEPP PIL	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.145,00	250.000	P	3.145,15	3.148,00	1
	3/12/2015	10:04:26	O00CM5 OKD8	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.145,00	250.000	L			
Operación 59	7/12/2015	12:19:00	O2G46M YUWE	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.280,00	250.000	P	3.282,00	3.288,00	5
	7/12/2015	12:19:00	O1RO6P CVHG	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.280,00	3.000.000	L			
Operación 60	9/12/2015	10:24:18	O2V98K6 OKQ	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.295,00	250.000	P	3.295,05	3.300,00	1
	9/12/2015	10:24:18	O00CGZ C0DQ	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.295,00	500.000	L			
Operación 61	9/12/2015	10:46:23	O2Q06P CVIG	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.275,00	250.000	P	3.275,50	3.279,85	1
	9/12/2015	10:46:23	O00CGZ C0FV	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.275,00	500.000	L			
	9/12/2015	10:46:23	O110H1PS LT	XXXX	YYYY	3.275,35	250.000	L			
Operación 62	13/01/2016	9:37:41	O00CGU TEJF	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.219,00	500.000	L	3.220,00	3.222,00	2
	13/01/2016	9:37:41	O33DBV CJGA	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.219,00	250.000	P			
Operación 63	14/01/2016	10:35:08	O00CM1 PJV8	XXXX	YYYY	3.230,00	500.000	L	3.230,10	3.233,50	2
	14/01/2016	10:35:08	O27YBZF FG1	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.230,00	250.000	P			
	14/01/2016	10:35:08	O00CM1 PJV9	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.230,00	500.000	L			
Operación 64	22/01/2016	12:11:55	O39W6P W8UX	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.292,00	1.000.000	L	3.288,00	3.291,00	2
	22/01/2016	12:11:55	O00D6T9 2RY	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.292,00	250.000	T			
Operación 65	2/02/2016	11:40:08	O361BLW IDY	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.383,90	1.000.000	L	3.384,10	3.387,99	1
	2/02/2016	11:40:08	O1XMC0 Z3TB	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.383,50	250.000	P			
Operación 66	3/02/2016	9:37:02	O361H1C TRA	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.381,10	500.000	L	3.377,00	3.379,99	1
	3/02/2016	9:37:02	O361H1C TR9	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.381,10	2.000.000	L			
	3/02/2016	9:37:02	O20F6N D32P	XXXX	YYYY	3.380,85	250.000	L			
	3/02/2016	9:37:02	O1CNH6 1RR8	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.381,10	250.000	T			
Operación 67	4/02/2016	11:19:37	O110JNE EJ	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.318,75	250.000	T	3.317,00	3.318,00	2
	4/02/2016	11:19:37	O361MA 8MTH	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.318,60	1.500.000	L			
Operación 68	4/02/2016	12:29:03	O1ROMA MLQG	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.323,00	1.000.000	L	3.321,25	3.322,25	2
	4/02/2016	12:29:03	O2G4M4 4POO	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.323,60	250.000	T			
Operación 69	16/02/2016	10:55:59	O39W6P 2DPP	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.413,50	250.000	L	3.411,69	3.413,00	1
	16/02/2016	10:55:59	O2A46VT OJJ	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.413,50	250.000	T			
Operación 70	19/02/2016	8:40:32	O00CRAT U9T	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.371,00	500.000	L	3.368,20	3.370,00	1
	19/02/2016	8:40:32	O1CNRD YB1E	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.371,00	250.000	T			
Operación 71	26/02/2016	11:42:06	O1U1DO X9XY	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.321,00	1.000.000	L	3.319,00	3.319,95	3
	26/02/2016	11:42:06	O30FBRX 713	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.321,00	250.000	T			
Operación 72	7/03/2016	9:13:56	O27Y6N8 6XT	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.155,00	250.000	P	3.155,10	3.157,00	1
	7/03/2016	9:13:56	O00C6RT T94	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.155,00	500.000	L			
Operación 73	8/03/2016	9:57:35	O3FZ6N8 7S7	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.148,10	500.000	L	3.145,10	3.147,95	4
	8/03/2016	9:57:35	O00D6N8 8KR	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.148,30	250.000	T			
Operación 74	11/03/2016	10:14:07	O2C36O POS6	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.149,00	250.000	P	3.149,50	3.149,90	1
	11/03/2016	10:14:08	O31JRAX RSD	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.149,00	500.000	L			
Operación 75	15/03/2016	8:59:20	O3ER6KU 6TQ	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.178,00	500.000	L	3.175,20	3.177,90	1
	15/03/2016	8:59:20	O2UBBU2 HIB	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.178,00	250.000	T			
Operación 76	16/03/2016	10:42:59	O00CBV MAAZ	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.166,00	500.000	L	3.162,10	3.165,50	2
	16/03/2016	10:42:59	O30FBSR B7Y	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.166,00	250.000	T			
Operación 77	16/03/2016	10:45:27	O30FBSR B8A	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.167,00	250.000	T	3.165,00	3.166,70	1
	16/03/2016	10:45:27	O3ERGW 3RD3	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.167,00	500.000	L			
Operación 78	1/04/2016	8:41:44	O1U16N WAI1	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.051,10	1.000.000	L	3.048,10	3.049,90	1
	1/04/2016	8:41:44	O1U16N WAIH	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.051,65	250.000	T			
	1/04/2016	8:41:44	O110HUU QFC	XXXX	YYYY	3.050,30	250.000	L			
Operación 79	7/04/2016	8:13:40	O00CM9 1FP1	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.105,00	500.000	L	3.101,50	3.104,80	1
	7/04/2016	8:13:40	O2UB61 OW8	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.105,00	250.000	T			

Conjunto Operaciones	Fecha	Hora	Folio	Comprador	Vendedor	Precio Spot	Monto	Tipo	Mejor Demanda	Mejor Oferta	Mejores Posturas
Operación 80	12/04/2016	12:32:45	O27Y6K3HXF	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.020,00	250.000	P	3.020,22	3.021,30	3
	12/04/2016	12:32:46	O00CBXB LNP	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.020,00	500.000	L			
Operación 81	29/04/2016	8:33:51	O33DRDT TYR	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.840,00	250.000	P	2.840,30	2.841,90	4
	29/04/2016	8:33:51	O31JRB7 PZD	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.840,00	1.000.000	L			
Operación 82	2/05/2016	10:29:45	O00C6N Y47W	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.829,00	500.000	L	2.829,25	2.830,15	2
	2/05/2016	10:29:45	O2C36Q H245	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.829,00	250.000	P			
Operación 83	6/05/2016	8:50:38	O1P76R3 U9A	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.975,00	1.000.000	L	2.975,25	2.977,70	4
	6/05/2016	8:50:38	O00D6SL UUS	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.975,00	250.000	P			
	6/05/2016	8:50:38	O00CRBR PBN	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.975,00	500.000	L			
Operación 84	13/05/2016	12:25:58	O1ROBU 1OCQ	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.991,00	1.000.000	L	2.989,00	2.990,00	2
	13/05/2016	12:25:58	O3ECRC YITG	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.991,00	250.000	T			
Operación 85	16/05/2016	10:08:49	O2RD6N R8YE	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.015,40	250.000	T	3.013,20	3.015,00	1
	16/05/2016	10:08:49	O3FZ6SY 06Q	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.015,10	500.000	L			
Operación 86	17/05/2016	9:45:25	O00CBZ OD6X	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.020,00	500.000	L	3.021,00	3.022,50	2
	17/05/2016	9:45:25	O2RD6N R9G0	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.020,00	500.000	P			
Operación 87	17/05/2016	11:12:19	O0C6BX U91V	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.009,00	250.000	P	3.009,45	3.010,00	3
	17/05/2016	11:12:19	O2OF6R MHTD	XXXX	YYYY	3.009,80	250.000	L			
	17/05/2016	11:12:19	O1RO6Q P0NT	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.009,00	1.000.000	L			
Operación 88	24/05/2016	10:46:02	O39W6R BAO6	XXXX	CRRB DARGUELLES	3.063,00	500.000	L	3.062,00	3.062,95	3
	24/05/2016	10:46:02	O01X6TIA NK	CRRB DARGUELLES	XXXX	3.063,00	250.000	T			
Operación 89	7/06/2016	9:08:47	O33DBS1 1TK	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.948,00	250.000	P	2.949,10	2.950,00	5
	7/06/2016	9:08:48	O39WBW 7PA0	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.948,00	2.000.000	L			
	7/06/2016	9:08:48	O3ERBX GOAN	XXXX	YYYY	2.948,00	500.000	L			
Operación 90	7/06/2016	10:15:37	O00CC2 CEH8	CRRB DARGUELLES	XXXX	2.940,00	500.000	L	2.940,30	2.941,00	3
	7/06/2016	10:15:37	O238C0 AHXL	XXXX	CRRB DARGUELLES	2.940,00	250.000	P			
<b>TOTAL</b>											<b>155</b>

- En el primer grupo de las operaciones cuestionadas, es decir en las agresiones que posteriormente generaron la activación de los stop loss otorgados, se verificó que el investigado tenía cupo para operar con los IMC que tenían mejores posturas, tanto en la columna del *bid* como del *offer*.
- Con la agresión que activó los stop loss, se produjo un efecto económico que consistió en que el investigado de manera automática celebraba la operación contraria, comprando o vendiendo a un precio que no correspondía al que estaba operando el mercado en ese momento.
- Correlativamente al hecho anterior, en 14 ocasiones los IMC que habían solicitado el stop loss, terminaron comprando o vendiendo a un precio que no correspondía al mejor disponible para el momento de la operación.

### 1.3. La decisión de primera instancia

El 17 de agosto de 2017, mediante Resolución No. 4 la Sala de Decisión "1" decidió en primera instancia declarar la responsabilidad disciplinaria del investigado, sustentado, entre otras en las siguientes consideraciones:

*“(...) Para la Sala de Decisión la actuación del investigado no solo no es razonable, sino que resulta inadmisibles en un sistema de negociación suficientemente reglado y que él, dada su experiencia, debía conocer y distinguir de la forma en que operan sistemas de negociación en el extranjero.*

*Por ello, las supuestas circunstancias relevantes alegadas por la defensa no son de recibo para la Sala de Decisión, particularmente porque no corresponden a la órbita de relevancia esperada por la norma, sino que apenas forman parte del interés del investigado por reducir su riesgo, pese a que, como quedó señalado, adquirió la obligación de cubrir el riesgo de su contraparte mediante la aceptación de cada intención de stop loss.*

*En efecto, según lo acordado con su contraparte en cada una de las noventa operaciones reprochadas, y que es ley para esas contrapartes, se había señalado un precio (strike) y debía el investigado respetar la condición suspensiva dada, es decir, debía esperar a que naturalmente el mercado llegara o no al precio convenido. Al no hacerlo, produjo dos efectos simultáneos: en primer lugar, con el quebrantamiento de la condición, forzó la ejecución del stop loss pedido por su contraparte, con las consecuencias económicas que se generan de ello; y, en segundo lugar, realizó una conducta proscrita por el artículo 59 del RAVD, en concordancia con lo señalado por el Documento de Política 39 de 2011, esto es un hecho que distorsiona el mercado, lo que según las normas aplicables al mercado de divisas, constituye una manipulación.(...)*

*AMV considera que el investigado se apartó de la confianza depositada en él por su contraparte, al solicitarle que tomara una orden de stop loss, para disminuir el riesgo ante una eventual pérdida derivada del comportamiento del precio del dólar, y se ejecutara esa orden sólo cuando se alcanzaran determinadas condiciones de mercado.*

*Para la Sala de Decisión el principio – deber de lealtad- se quebranta en este caso, no solo por el desconocimiento de las reglas que imperan alrededor de las solicitudes y aceptaciones de intenciones de stop loss, sino por la utilización no adecuada de la información con la que, desde el inicio de cada jornada, contaba el investigado, y que él aprovechó para obtener un beneficio económico.*

*Tal como el instructor señaló, la Sala de Decisión encontró probado que el investigado hizo uso de una información que le había sido revelada previamente por sus contrapartes, en virtud de la consolidación de cada acuerdo de stop loss, y que en las 90 oportunidades investigadas le dio una finalidad sustancialmente diferente a aquella gracias a la cual había accedido a tal información. Así, pese a asumir la obligación de esperar a que el comportamiento del mercado lo condujera a operar en las 90 ocasiones mencionadas, el investigado se anticipó y ejecutó las órdenes de compra o venta en condiciones que no correspondían a las mejores de mercado para sus contrapartes o para la sociedad comisionista (...).”*

#### 1.4. El Recurso de apelación

Contra la anterior decisión, dentro del término reglamentario establecido para ello, el investigado, mediante su apoderado especial interpuso recurso de apelación, solicitando la revocatoria de la decisión o en subsidio la reducción

material de la sanción impuesta<sup>13</sup>. Así mismo, adicional a los argumentos expuestos en los descargos, se expusieron los siguientes:

*"(...) Cartas circulares como parte de la normativa del esquema de autorregulación voluntaria en divisas.*

*Esto indica, sin mayores complejidades, que serán los interesados en el esquema de autorregulación voluntaria quienes, en compañía del organismo de autorregulación, definan el alcance, funciones, procedimientos y demás pormenores de dicho esquema.*

*Por tal razón, es errado que por simple interpretación pretenda hacerse extensiva a un esquema de autorregulación voluntaria la regulación especial del esquema de autorregulación obligatoria que existe en el mercado de valores. Por tanto, la base de la pirámide kelseniana a la que hace alusión la Sala no puede ser la que se ha citado en la Resolución, por ser ella propia del esquema de autorregulación obligatoria en materia de intermediación en el mercado de valores y no del esquema voluntario en divisas. (...)*

*Es claro, entonces, que las cartas circulares en el esquema de autorregulación en valores no forman parte de las normas expedidas por el organismo de autorregulación y por tanto no tienen y nunca han tenido carácter vinculante. No es posible, por tanto, sancionar a un sujeto de autorregulación por la supuesta violación de una carta circular.*

*En el esquema voluntario de autorregulación en divisas, y como precisamente no se rige por las normas del esquema obligatorio, fue posible que a partir de diciembre de 2015, según reforma introducida al Reglamento de dicho esquema, se estableciera que las cartas circulares son parte de las normas que deben ser observadas por los autorregulados. Esta decisión era viable dada la libertad que tienen los interesados en definir el alcance de la función normativa que se va a ejercer por parte de AMV en el esquema voluntario.*

*No obstante, debe aclararse también que antes de dicha reforma no se contemplaba que las cartas circulares fueran parte de las normas del esquema de autorregulación voluntario, razón por la cual no podían servir de fundamento para imponer sanciones a los autorregulados, según ya lo hemos explicado en extenso a lo largo del proceso. (...)*

*(...) Alcance del Documento de Política 39, puesto en conocimiento a través de la Circular 39.*

*(...) Con base en lo anterior, se hace aún más evidente que los lineamientos de carácter académico que contiene el Documento de Política no puede ser el fundamento para que se estructure la ocurrencia de una posible irregularidad por parte del investigado, como en realidad aquí ha ocurrido, dado que el concepto de violación descansa en lo dispuesto en dicho documento, el cual se ha querido aplicar con carácter vinculante en este proceso, sin que pueda tenerlo. (...).*

*(...) Sobre la manipulación según la Sala de Decisión.*

---

<sup>13</sup> Folios 239 a 288 carpeta actuaciones finales

Sobre este aspecto encontramos que la Sala hizo un ejercicio de interpretación del manual operativo del SET-FX, como también del que existe en Credicorp Capital, a partir de lo cual estableció las características de este tipo de acuerdos.

Sin embargo, y si bien compartimos en general las consideraciones que efectúa, consideramos que salta a la vista la ausencia de regulación clara e integral sobre el particular, lo cual da lugar a que los vacíos sean llenados conforme a criterios que no son uniformes o acudiendo a prácticas de mercado a nivel internacional. No hay, por tanto, seguridad jurídica, pues una determinada conducta podría ser interpretada de manera adversa, como ocurre en este caso, a pesar de que no haya norma alguna que regule el asunto y se haya actuado de buena fe.

En términos de la Sala los stop loss son verdaderos contratos, y en ese sentido tendrían las características generales que les otorga tanto el Código Civil como el Código de Comercio. No obstante, es importante señalar que tal consideración no puede perder de vista que el régimen contractual, bien de carácter civil o comercial, también establece a nivel general causales de exoneración de responsabilidad dado el acaecimiento de ciertas circunstancias.

En tal sentido, darle a los stop loss fuerza para generar obligaciones, sin consideraciones adicionales, puede ser apenas una visión parcial del asunto, pues aparejada a la generación de dichas obligaciones sería necesario también establecer las causales de terminación del contrato, el alcance e interpretación de dichas obligaciones, las prohibiciones especiales surgidas para las partes, la incidencia que podrían tener circunstancias de mercado en el contrato, etc.

Sobre este particular, por ejemplo, bien valdría la pena abordar en la normativa del esquema voluntario de autorregulación en divisas la procedencia de ejecutar el stop loss cuando el precio de mercado dista apenas unos centavos del precio pactado, o regular si es factible o no que quien otorga el stop tenga discrecionalidad amplia para ejecutarlo en ciertas condiciones, como ocurre en mercados internacionales.

Nuestro reparo a las conclusiones categóricas de AMV y que ahora también plasma la Sala, radica en que vía interpretación se terminan regulando asuntos que no están regulados formalmente y que, lastimosamente, derivan sobre la marcha y para el caso particular objeto de análisis, en la imposición de sanciones. (...).

No encontramos ningún fundamento legal que justifique a la Sala para descartar de plano las razones que tuvo el señor Argüelles para ejecutar anticipadamente los stop loss, pues acude a un criterio extraño a la regulación, cual es la supuesta "órbita de relevancia esperada por la norma", asunto que además de ser confuso podría dar lugar a un sinnúmero de interpretaciones que precisamente patentan la transgresión al principio de tipicidad y de legalidad que hemos puesto de presente.

No hay norma que señale para este caso cuáles son las circunstancias relevantes, motivo por el cual no le es permitido al Tribunal establecer con base en sus propios criterios qué circunstancias son relevantes y cuáles no, por la simple vía de interpretación, pues ni siquiera existe una definición genérica de tales causas en la cual pueda apoyar sus razonamientos.

No puede perderse de vista que el señor Argüelles procedió bajo la convicción firme de que actuaba según los patrones internacionales y para administrar de forma adecuada su riesgo, dado el vacío legal existente en la materia y teniendo claro que la diferencia entre el precio de ejecución y el precio pactado era de centavos y que por ello no se afectaba ni a su contraparte ni al mercado.

Mal podría, entonces, por la misma vía interpretativa llegarse a la conclusión de que el aquí sancionado manipuló el mercado sin ni siquiera haber tenido ese propósito, sino uno muy distinto. Este constituye un proceder errado por parte de la primera instancia, pues desborda y de lejos sus facultades interpretativas. (...).

De otra parte, se observa que la Sala incurre en un error evidente en la interpretación y alcance del artículo 59 del RADV, pues en nada se compadece con su tenor literal. En efecto, el inciso segundo de esa norma no señala ni expresa ni tácitamente que se exija una mayor carga probatoria a cargo del instructor del proceso, dada la baja relevancia del efecto distorsionador de la conducta.

Algo muy distinto consagra dicho inciso, en tanto establece un indicio grave en contra del infractor, en los casos en que utiliza operaciones cuyo efecto económico agregado sea nulo o irrelevante.

NO se refiere el inciso al nivel de afectación del mercado, sino al efecto económico que las operaciones tienen entre aquellos que ejecutan la manipulación, pues no tendría sentido alguno que se convirtiera en indicio grave de la conducta el resultado mismo de la manipulación y menos aún que el resultado más relevante en contra del infractor fuera el de la manipulación de efecto nulo. (...).

En efecto, y como hemos señalado y reiteraremos más adelante, la manipulación es una conducta de carácter doloso. La intención de manipular es sancionable así no se consiga el resultado buscado por el infractor, y es más grave la conducta cuando logra precisamente consumarse el efecto buscado por el infractor. (...).

(...) Sobre la lealtad según la Sala de Decisión.

Además de reiterar las razones serias y fundadas que tuvo el señor Argüelles para ejecutar los stop loss, es necesario poner de presente que en ningún caso puede mencionarse que él se aprovechó de la información que supuestamente tenía de sus contrapartes. Esta afirmación que hace la Sala en parte alguna del proceso fue sometida a prueba o debate, por lo que mal podría ahora sentarse como conclusión por parte de la Sala, y menos aún como fundamento de la sanción que impuso. (...).

(...) La intención o propósito en la conducta de manipulación de precios.

Sobre este particular, lo primero que ha de decirse es que el propio AMV pareciera tener opiniones disímiles, asunto que claramente genera confusión y poco entendimiento en los autorregulados. En efecto, y como lo citamos al responder la SFE, en la Guía para la Graduación de Sanciones, de manera expresa y sin salvedad alguna, el Autorregulador señala que la manipulación en el mercado de valores es una conducta de carácter doloso, y aclara que no es posible incurrir en manipulación por error<sup>1</sup> es decir<sup>1</sup> de forma culposa. Compartimos plenamente lo que este documento

expresa máxime cuando ha sido publicado utilizado y difundido en diversos escenarios con el propósito de que exista claridad acerca de los elementos constitutivos de esta infracción (al igual que ocurre con otras asunto que precisamente tiene como objetivo que los autorregulados y el mercado en general tengan certeza acerca de cómo se configura una manipulación en el mercado.

No vemos que lo allí expresado para el mercado de valores tenga cambios sustanciales o estructurales cuando del mercado de divisas se trata l pues el aspecto subjetivo de la conducta de manipulación se debe predicar para cualquier tipo de activo que sea objeto de negociación en un mercado.

Por otra parte/ se observa que AMV incurre en una confusión en la interpretación de la norma que consagra la manipulación/ pues atribuye a una de las modalidades de la infracción el elemento subjetivo de la conducta/ cuando en realidad nada tiene que ver con ello. Nos referimos a que el artículo 59 del RAVD1 al igual que lo hace el artículo 50-b de la ley 964 de 20051 menciona que los sujetos de autorregulación deben abstenerse de participar en actividades que tengan por objetivo o efecto distorsionar la libre formación de precios de lo cual parece AMV entender que la expresión "efecto demuestra que no se requiere la intención de manipular para que se configure la conducta bastando entonces que simplemente se produzca ese "efecto lo que podría incluso ocurrir sin que el infractor tenga la intención de hacerlo. Por su parte al parecer AMV asigna a la expresión "propósito la intención o dolo de manipular el mercado.

En realidad el correcto entendimiento de la norma es muy diferente. Lo que se consagra allí es que se incurre en la infracción por el simple hecho de pretender manipular el mercado, independientemente de que se produzca o no el efecto o resultado buscado. Pero en uno u otro caso, es imprescindible que exista el elemento doloso de la conducta.

En otras palabras, si un sujeto de autorregulación, de manera intencional, realiza actos encaminados a manipular la divisa, será sancionado por el mero hecho de tener el propósito de hacerlo, independientemente de que el resultado se produzca o no. Obviamente, si éste se produce, estaremos frente a una conducta mucho más grave. Lo importante a tener en cuenta es que siempre se requiere para que se configure la infracción, que exista el elemento subjetivo por parte del infractor -el dolo-, pues si éste no existió no se puede configurar la infracción de manipulación.

(...) Importancia en el campo disciplinario de ejercer la autorregulación en sentido racional y conforme a los objetivos del esquema voluntario.

En el expediente ha quedado demostrado que ninguna gestión educativa ni preventiva realizó AMV en relación con una supuesta irregularidad derivada de lo que hizo el señor Argüelles, quien de manera sorpresiva ahora se ve inmerso en una actuación disciplinaria en la que desafortunadamente prima la subjetividad y la interpretación caprichosa del Autorregulador en cuanto al alcance, características y forma de probar los cargos que imputa.

Situación diferente se espera de un esquema de autorregulación voluntario, donde el Autorregulador debe ejercer primero una gestión preventiva y educativa, no porque ello sea, se repite, condición para ejercer la facultad

sancionatoria, sino porque así se construyen mejores prácticas y entendimiento uniforme de la industria frente a determinadas actuaciones.

Tendría bastante razón la Sala de Decisión para sancionar a mi defendido si él y la industria en general hubieran recibido la suficiente ilustración y una gestión preventiva previa, pues en tal caso sería muy razonable acudir a una herramienta más drástica en vista de la desatención de las recomendaciones efectuadas por AMV. Pero ese no es el caso.

Luce, por tanto, desproporciona! y fuera de contexto la actuación disciplinaria que nos ocupa, cuando frente a conductas que no han tenido suficiente desarrollo, son poco claras, dan lugar a interpretaciones de distinto tipo, con alcances de carácter subjetivo que varían dependiendo del sujeto y que son entendidas de manera disímil por la industria, se entra sin más a la pretensión de sancionar a una persona que siempre consideró que sus actuaciones estaban dentro del marco normativo establecido.

(...) Es posible agredir una punta que no es la de mejor precio para ejecutar un stop loss.

Efectivamente, en el documento de política No. 39 se dejó plasmado que era contra el mercado agredir una punta que no fuera la mejor, bien en oferta o demanda, salvo que se tuvieran razones para ello. Es decir, agredir una punta que no sea la mejor no se consideró, de plano, contrario a mercado. Las razones para no hacerlo no fueron objeto de mención en ese momento, como tampoco lo han sido después en ningún otro documento de política o carta circular expedido por AMV. Se presenta, por tanto, un espacio a la interpretación, el cual obviamente dependerá de cada caso particular y de la razonabilidad de quien lo ha efectuado.

Pues bien, lo que se observa a lo largo de la actuación disciplinaria es que para AMV el único caso en que sería admisible que no se agrediera la mejor punta, lo constituye la falta de cupo con eiiMC que haya colocado en el sistema la mejor punta. Así lo repite a lo largo del pliego de cargos y lo manifestó también en la SFE, sin detenerse a evaluar de fondo. Las razones que manifestó tener el señor Argüelles para haber operado de la forma en que lo hizo. La Sala acoge esta posición, lo cual nos parece desacertado.

Sobre esta posición nos surgen varios cuestionamientos. El primero es, sin duda, que de haber existido claridad acerca de que la única causal admitida para que no se agrediera la mejor punta era la falta de cupo, así se habría plasmado de manera expresa en el documento de política en cuestión. Pero ello ni siquiera se mencionó en dicho documento.

De otra parte, argumentar que la única causal admitida para no agredir la mejor punta es la falta de cupo, en realidad no tiene mucho fundamento, pues lo cierto es que la falta de cupo impide agredir la punta, esto es, no se trata de una decisión del operador sino de una limitación que le impone el sistema y que por tanto no podría ser objeto de ninguna evaluación desde el punto de vista disciplinario. La construcción de la conducta contraria a mercado, por consiguiente, debe entenderse para casos distintos a la falta de cupo, pues de otra forma carecería de todo sentido la discusión alrededor del tema.

Desde nuestro punto de vista, el documento de política dejó abierta la posibilidad de que para caso en particular se evaluara la razón que tuvo el

operador para no agredir la mejor punta, a fin de determinar la razonabilidad del comportamiento.

En tal sentido, el señor Argüelles ha manifestado que con el fin de atenuar su riesgo procedió a agredir puntas que no eran las mejores, pero en momentos de mercado en que el precio de los stop loss que había otorgado estaba a centavos del mejor precio de la pantalla, asunto que hacía previsible que el precio pactado se iba a ejecutar, o ya se había ejecutado en otros escenarios de negociación, lo cual no modificaba materialmente la posición de quien había solicitado el stop loss ni afectaba el mercado, pero sí le limitaba el riesgo asumido.

(...) Ejecutar el stop los antes de que el mercado alcance el precio pactado no es por definición una mala práctica.

En primer lugar, pierde de vista AMV que ante la supuesta claridad del indebido comportamiento del investigado, los operadores solicitantes de stop loss no se quejaron de manera masiva o recurrente ni ante AMV ni ante CREDICORP. No queremos aquí significar que para que proceda una infracción al RAVD se requiere un queja o querrela previa por parte de un sujeto de autorregulación, pues ello no está regulado de esa forma en el esquema de autorregulación. Pero sí es bastante diciente que los supuestos afectados con la conducta del señor Argüelles no hubieran manifestado su desacuerdo o sentado una protesta frente a una conducta que, según lo entiende AMV, no ofrece duda alguna sobre su ilegalidad. La Sala, como dijimos, varió completamente el alcance de este argumento.

Para nosotros, el análisis objetivo de la prueba sirve para demostrar todo lo contrario, esto es, que la gran mayoría de operadores que solicitaron stop loss al señor Argüelles no evidenciaron nada irregular en que él hubiera ejecutado esos stop loss a centavos del mejor precio que aparecía en la pantalla del SET FX.

(...) Respeto al principio de legalidad y demás garantías del debido proceso.

En cuanto a la aplicación del principio de legalidad en la presente actuación, ha decirse que aquel se erige como una garantía de rango constitucional, en cuanto se requiere que los hechos por los que pretende sancionarse a una persona estén debidamente consagrados para el momento de su ocurrencia, y por supuesto en normas legalmente expedidas.

En tal sentido, la garantía constitucional no admite matices ni interpretaciones como las que efectúa AMV, dado que con ello se pone en peligro su aplicación, sujetándola al criterio de turno, lo cual es inaceptable. Como autoridad del mercado debería ser AMV quien más estrictamente cumpla los postulados del debido proceso, o por lo menos es lo que se espera de alguien que tiene facultades sancionatorias.

Por tanto, pretender que a través de interpretaciones pueda considerarse que las cartas circulares eran parte de la normativa aplicable al esquema de autorregulación voluntario en divisas, con anterioridad al 17 de diciembre de 2015, violenta de manera directa el principio de legalidad, pues el RAVD no las mencionaba en su artículo 2 al referirse a la normativa aplicable. Al no hacerlo, la conclusión que surge como evidente es la de que resultan inaplicables en materia sancionatoria, pues ni por vía directa ni

indirecta pueden integrarse con el RAVD para sustentar el acaecimiento de una infracción.

(...) Ausencia de regulación sobre stop loss en el mercado colombiano

La Sala efectúa un análisis sobre los stop loss que no consulta la realidad del mercado colombiano. Ha de concordar la Sala de Revisión en que no existe regulación clara sobre los stop loss, más allá de una mención puramente tangencial que no abunda en aspectos de importancia para el mercado, como ya se planteó al responder la INVESTIGACIÓN. Así las cosas, luce sin fundamento que AMV por vía de interpretación pretenda regular, a posteriori y dentro de una actuación disciplinaria, la forma en que los stop loss deben funcionar en el mercado. Se admite la interpretación en cualquier sistema normativo, por supuesto, pero en este caso no se trata de interpretar una norma que luce oscura, sino de un verdadero ejercicio de regulación plasmado por el instructor en el pliego de cargos, al cual pretende darse el alcance de norma y además con efectos retroactivos.

Este tipo de licencias que se otorga sin fundamento AMV lleva ciertamente a situaciones indeseables en una actuación disciplinaria. Así, se hace evidente la forma en que AMV da suma importancia a los argumentos con los que pretende que se sancione al investigado, mientras demerita y distorsiona los de la defensa a través de sus propias interpretaciones.

Por ejemplo, en punto del análisis de la administración de los riesgos, el slippage y la ejecución de stop loss a centavos del mejor precio operable en el momento, todos argumentos del investigado, AMV opta por señalar que el operador no está obligado a aceptar los stop loss y que cuando los acepta no tiene más remedio que asumir el riesgo derivado de allí. Es decir, se lleva la discusión a un terreno puramente formal y de cierta forma superficial que desconoce las realidades de los mercados de divisas y los retos que asume una persona que otorga stop loss en un mercado como el colombiano, pues al final todo se traduce en que si otorgó el stop loss nada es aceptable para ejecutarlo antes de que se alcance el precio de strike, asunto que obviamente no compartimos.

La preocupación de AMV debería ser distinta. Advertir vacíos regulatorios y en ejercicio de la facultad normativa complementar el RAVD, a fin de que allí queden plasmadas las reglas de juego acordadas por la industria, con alcance uniforme y claro, de forma que no haya demasiado espacio para subjetividades.

(...) Objetivos de la Autorregulación Voluntaria en Divisas y especial importancia del enfoque educativo y preventivo.

A diferencia de lo que ocurre con el mercado de valores, la autorregulación en divisas se comenzó a construir a partir de la propia experiencia y opiniones de los autorregulados. En efecto, cuando entró en vigencia el esquema obligatorio de autorregulación para los intermediarios del mercado de valores, previsto en la Ley 964 de 2005, ya existía en Colombia cierta tradición y antecedentes en materia de regulación, de supervisión y de funcionamiento del propio esquema de autorregulación que hasta ese momento había existido en las bolsas de valores.

En cuanto se refiere a conductas y malas prácticas en el mercado de valores, la regulación existente y las actuaciones sancionatorias adelantadas por las bolsas y por la entonces Superintendencia de Valores,

constituían un precedente jurídico sólido, con fundamento en el cual el esquema de autorregulación obligatorio podía comenzar a operar con objetivos y alcances relativamente claros.

En cambio, la situación en materia de divisas, al momento de entrar en vigencia el esquema de autorregulación, era muy distinta, habida cuenta de la inexistencia de antecedentes que permitieran identificar claramente cuáles prácticas eran contrarias a las normas y objetivos del mercado, cuáles eran permitidas y se ceñían a los principios buscados y cuáles ofrecían dudas para ubicarse en una u otra categoría.

Es una realidad innegable que uno de los retos iniciales en el esquema de autorregulación voluntaria en divisas - y que aún persiste-, era el de lograr consenso entre los autorregulados acerca de qué era legal y qué debía ser corregido. (...)

Pues bien, como paso a explicar, los dos aspectos que confluyen en este proceso disciplinario han tenido un bajo desarrollo normativo, muy poca difusión y ninguna gestión preventiva dentro del esquema de autorregulación voluntaria, lo cual produce de manera razonable entre los intermediarios del mercado cambiario la creencia sobre la corrección de su actuar, como precisamente me ha ocurrido a mí, pues en virtud de principios como la buena fe y la confianza legítima he entendido que con mis actuaciones en el mercado no he contrariado ningún principio ni norma vigente.

(...) Primer aspecto: Los stop loss en el mercado de divisas

(...) Segundo aspecto: agredir puntas que no corresponde a las mejores.

(...) La materialidad de lo que supuestamente ocurrió

En línea con lo dicho anteriormente, baste decir que la supuesta conducta manipulativa que AMV pretende sancionar carece de toda materialidad.

En efecto, al revisar la distancia en precio entre la mejor punta disponible y la que yo agredí en las 90 ocasiones que cita la investigación, se observa que la diferencia en todos los casos fue de centavos.

Si ello se expresa en términos porcentuales, en todos los casos la variación porcentual es de 0,01%, es decir, algo absolutamente insignificante.

Así las cosas, desde el punto de vista de razonabilidad del móvil que pudiera haber tenido yo para intentar manipular el precio del dólar, resulta inverosímil que un experto en la negociación de divisas como yo hubiera buscado manipular la divisa en centavos, a sabiendas que el efecto real es perfectamente irrelevante. En otras palabras, por el conocimiento que tengo del mercado, por su liquidez y tamaño, conozco perfectamente que para manipularlo habría que desplegar unas acciones muy distintas a la de agredir un oferta con diferencia de centavos.

(...) Sobre otros supuestos efectos.

En primer lugar, no es correcto que se afirme que yo afecté el libre juego de oferta y demanda, en la medida en que todos los operadores antes y después de la intervención mía en las 90 ocasiones a que se refiere la investigación, pudieron agredir tanto la mejor oferta en compra o en venta, como otra distinta si tenían razones para hacerlo.

No hubo acción alguna de mi parte que restringiera esa posibilidad, y si alguno dejó de operar ello obedeció a su propia decisión y no un obstáculo que yo hubiera puesto para evitarlo.

Esto es perfectamente predicable de quienes tenían la oportunidad de agredir, como de aquellos que tenían ofertas ingresadas al sistema. Sobre estos últimos vale decir que no porque yo hubiera agredido ofertas que estaban en condiciones menos favorables de precio, perdían ellos la posibilidad de que otros operadores los agredieran, como en efecto ocurrió en todos los casos posteriormente.

Ahora bien, en cuanto se refiere a que se impidió el libre juego de oferta y demanda por el hecho de que se ejecutaron los stops, vale decir que yo también soy parte del mercado y por tanto partícipe activo en la formación de precios. Es decir, que el precio al cual yo ejecuté los stops no fue producto de la imaginación sino de las propias condiciones de mercado y de los precios que en esos momentos estaban operando en el OTC y en los demás escenarios de negociación.

No puede perder de vista AMV que el mercado de divisas es más amplio que el SET-FX, motivo por el cual debe analizarlo integralmente. De esa forma comprenderá que el precio al cual operé si era de mercado, independientemente de que por centavos no fuera igual a la mejor oferta disponible en el sistema".

#### 1.5. Pronunciamiento de AMV al recurso de apelación.

AMV en ejercicio de la competencia dispuesta por el artículo 87 del Reglamento presentó su pronunciamiento frente al recurso de apelación, entre otras consideraciones, destaca la Sala las siguientes:

"Sobre este particular, AMV no comparte los argumentos del apelante, toda vez que de conformidad con lo dispuesto en el párrafo 2° del artículo 11.4.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, en concordancia con lo contemplado en los capítulos VIII titulado "Autorregulación" y IX titulado "Código de Conducta" de la Resolución Externa 4 de 2009, los organismos de autorregulación de que trata la Ley 964 de 2005 se encuentran autorizados para realizar actividades de autorregulación voluntaria.

Al respecto se destaca que cuando el párrafo 4o del artículo 11.4.1 :1.3. del Decreto 2555 de 2010 (adicionado en su momento por el Decreto 39 de 2009) indica que los organismos autorreguladores, podrán adelantar funciones, normativa, de supervisión, disciplinaria y de certificación, de manera voluntaria, con relación a cualquier actividad, operación, servicio de las entidades vigiladas por la SFC, se refiere a las funciones reguladas bajo tales denominaciones en el Título 3 del Libro 4 de ese Decreto, y en tal medida, el alcance de esas funciones cuando quiera que se ejercen voluntariamente no podría ser otro que el establecido en la norma en comento.

En ningún aparte de la normativa citada, es posible si quiera inferir, que los esquemas de autorregulación voluntaria no se rigen por lo dispuesto en el entonces Decreto 1565 de 2006, como lo señala el censor, por el contrario, en el ejercicio de las funciones conferidas por las normas arriba citadas y de conformidad con lo dispuesto en el párrafo 2° del artículo 11.4.1.1.3 del

Decreto 2555 de 20104, los organismos de autorregulación están facultados para expedir cartas circulares con el fin de instruir a las personas y entidades sujetas a su competencia. (...)

De otro lado, en torno a la definición de Cartas Circulares traída a colación por parte del censor en el recurso de alzada, esta Corporación considera que es precisamente la función de la Carta Circular 39 de 2011, la-cual incorporó a su texto el Documento de Política 39, con la finalidad de dotarlo de fuerza vinculante, toda vez que el contenido del documento en mención era fruto de lo acordado con la industria. (...)

Bajo este entendimiento, que fue el mismo que tuvo como fundamento la Sala de Decisión del Tribunal Disciplinario para dar por probado el cargo de manipulación, las condiciones y la dinámica de la ejecución de los acuerdos de Stop Loss, estaba plenamente definida por el Administrador, razón por lo cual carece de fundamento que el apelante se refiera a lo que denomina "prácticas de mercado a nivel internacional" para justificar el actuar descaminado de su prohijado, toda vez que la calidad de profesional del mercado de divisas del señor Arguelles y dada su experiencia, debía conocer que mientras operaba en el sistema administrado por el SET-FX debía ceñir su conducta al reglamento de funcionamiento del mismo. Esta actuación lejos de considerarse de buena fe, resulta desdeñosa y tendiente a favorecer sus intereses por encima de los demás participantes del mercado de manera ilegítima.

Aunado a lo anterior, la Resolución 4 de la Sala de Decisión del Tribunal Disciplinario definió de manera clara la forma en que el investigado, al agredir posturas que río, eran las mejores operables en el mercado, forzó la ejecución de órdenes de Stop Loss que previamente había pactado con sus contrapartes, con lo cual distorsionó el mercado de divisas, comportamiento que a la luz de lo previsto en el artículo 59 del RAVD constituye manipulación. (...)

De otro lado, si el investigado hubiese tenido alguna duda respecto de la manera como debía proceder al fungir como aceptante de Stop Loss, dada su experiencia, y en cumplimiento de sus obligaciones como sujeto de autorregulación, lo procedente era que guiara su conducta por lo dispuesto en el Documento de Política 39 de 2011, en lo atinente a la agresión de posturas que no son las mejores disponibles en el mercado y reconociendo los efectos nocivos que dicha conducta conlleva se abstuviera de incurrir en los comportamientos que fueron materia de investigación y juzgamiento. (...)

Sobre este particular, es importante precisar que la Sala acometió el estudio del inciso 2º del artículo 59 del RAVD, en el entendido de que, durante todas las actuaciones procesales, la defensa alegó falta de materialidad del efecto distorsionador de la conducta de manipulación.

Comparte esta Corporación la interpretación que la Sala de Decisión respecto de este asunto, toda vez que la falta de, materialidad del efecto distorsionador, no significa en sí mismo, el desaparecimiento de la conducta de manipulación" (...).

## II. CONSIDERACIONES DE LA SALA

### 2.1. Competencia.

La Ley 964 de 2005, en su artículo 29, desarrolla el concepto de función disciplinaria, al precisar que en su ejercicio se deberán establecer procedimientos e iniciar de oficio o a petición de parte acciones disciplinarias por el incumplimiento de los reglamentos de autorregulación y de las normas del mercado de valores. En desarrollo de esa especial función se debe decidir sobre las sanciones disciplinarias aplicables. Quien ejerza este tipo de funciones podrá decretar, practicar y valorar pruebas, determinar la posible responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas dentro de un proceso disciplinario, imponer las sanciones disciplinarias establecidas en los reglamentos, garantizando en todo caso el derecho de defensa y el debido proceso.

También en virtud de lo establecido por el Artículo 11.4.3.1.5 del Decreto 2555 de 2010, que corresponde al artículo 21 Decreto 1565 de 2006, la función disciplinaria de los organismos de autorregulación consiste en la investigación de hechos y conductas, con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de divisas, merced a la remisión normativa contenida en el artículo 62 del RAVD, según el cual, el proceso disciplinario, y, en general, el ejercicio de la actividad disciplinaria de la autorregulación voluntaria en divisas al cual están sometidos los sujetos de autorregulación en divisas, será el establecido por el Reglamento de Intermediación de Valores, incluidas sus modificaciones y adiciones.

Por lo tanto, la competencia disciplinaria respecto a los sujetos autorregulados voluntariamente en divisas proviene de lo establecido en la Ley 964 de 2005, el Decreto 2555 de 2010, el Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas, y por remisión, el Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. En esa virtud, el Tribunal Disciplinario de AMV es competente para conocer de esta investigación y adoptar la decisión que en derecho corresponda.

### 2.2. De la caducidad.

Según lo dispuesto en los artículos 89 y 90 del Reglamento de AMV<sup>14</sup> del Reglamento de AMV indica que la Sala de Revisión no podrá proferir una

---

<sup>14</sup> Artículo 89. Decisión de los Recursos de Apelación

Los recursos de apelación serán resueltos por la sala de revisión del Tribunal Disciplinario.

Artículo 90. Término para decidir el recurso. Para efectos de decidir sobre los recursos de apelación, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario contará con un término de cuarenta (40) días hábiles, contados a partir del día hábil siguiente al vencimiento del término de que trata el inciso segundo del artículo 87.

El vencimiento del término a que se refiere el inciso anterior no afecta la validez del procedimiento y no exime ni excusa a la Sala de Revisión del Tribunal disciplinario del deber de decidir el mismo.

La Sala de Revisión no podrá proferir una decisión que imponga sanciones a las personas investigadas después de transcurrido más de un (1) año contado a partir del día hábil siguiente al vencimiento del término de que trata el inciso segundo del artículo 87. De igual manera, sin perjuicio del principio de reformatio in pejus, la Sala de Revisión no podrá proferir una decisión incrementando la sanción o imponiendo sanciones adicionales después de transcurrido el término señalado.

decisión sancionatoria después de transcurrido más de un (1) año contado a partir del día hábil siguiente al vencimiento del término de que trata el inciso segundo del artículo 87, es decir una vez vencido el plazo que tenía AMV para presentar su pronunciamiento, el cual se cumplió el 3 de octubre de 2017, por lo tanto, la Sala tiene competencia hasta el 4 de octubre de 2018 para proferir su decisión.

Las anteriores razones sustentan, entonces, la competencia objetiva, subjetiva y temporal de la Sala de Decisión para pronunciarse de fondo en el caso puesto a su conocimiento.

### 2.3. Consideraciones de fondo

Ahora bien, previo al pronunciamiento frente a la conducta del investigado y la adecuación típica, y en atención a unas consideraciones planteadas por éste, tanto en el escrito de descargos como en el recurso de apelación, procede la Sala a realizar unas precisiones frente a dos temas puntuales, a saber, carácter vinculante de la carta circular 39 y régimen de responsabilidad aplicable en el esquema de autorregulación. Una vez finalizadas estas consideraciones, continuará la Sala con el estudio de la conducta del investigado y los cargos imputados.

#### 2.3.1. De la aplicabilidad de las cartas circulares en el esquema de autorregulación voluntaria en divisas.

En el escrito de apelación, si bien se reconoce que dentro de un sistema voluntario de autorregulación es posible establecer que las cartas circulares son parte de las normas que deben ser observadas por los autorregulados<sup>15</sup>, se insiste en que en el esquema voluntario de autorregulación de divisas sólo a partir de diciembre de 2015, de acuerdo con la reforma al Reglamento, se previó que las cartas circulares son parte de las normas que tienen carácter vinculante. En consecuencia, sostiene el investigado que la carta circular 39 del 4 de abril de 2011, mediante la cual se expidió el documento de política 39 del mismo año, no era aplicable al presente caso.

Frente a lo dicho por la defensa, considera la Sala de Revisión que no le asiste razón al apelante, por la razón que se pasa a explicar.

El artículo 29 del Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas, en adelante RAVD, establece las obligaciones de los sujetos de autorregulación en divisas, entre las cuales, se define que estos deben “conocer y cumplir los Estatutos del Autorregulador, el Reglamento de Divisas y Cartas Circulares sobre divisas”.

---

Contra la decisión adoptada por la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario no procederá ningún recurso.

<sup>15</sup> En el esquema voluntario de autorregulación en divisas, y como precisamente no se rige por las normas del esquema obligatorio, fue posible que a partir de diciembre de 2015, según reforma introducida al Reglamento de dicho esquema, se estableciera que las cartas circulares son parte de las normas que deben ser observadas por los autorregulados. Esta decisión era viable dada la libertad que tienen los interesados en definir el alcance de la función normativa que se va a ejercer por parte de AMV en el esquema voluntario.

Esta disposición fue incluida desde la expedición del RAVD, esto es desde el 14 de octubre de 2010<sup>16</sup>, por lo que desde la creación del esquema de autorregulación voluntaria existe la obligación para los sujetos de autorregulación de cumplir con las normas expedidas por AMV en el ejercicio de su función normativa, entre las cuales se encuentran las cartas circulares. No sobra advertir que la reforma del Reglamento efectuada en diciembre de 2015 no modificó la disposición mencionada; en relación con las cartas circulares, se limitó a incluir dentro del artículo 2º su definición.

Ahora bien, le asiste razón al apelante cuando afirma que en el esquema de autorregulación voluntaria en divisas es determinante la construcción del mismo, en compañía de la industria. Esta consideración aplica tanto para el esquema voluntario como para el obligatorio, por tal razón el Autorregulador creó los comités de miembros<sup>17</sup> -esquema obligatorio- y el comité de divisas<sup>18</sup> -esquema voluntario en divisas-. Este último está integrado por nueve miembros que representan a los autorregulados, cuatro designados por Asobancaria, cuatro por Asobolsa y uno por AFIC.

Este comité tiene como función principal apoyar el ejercicio de la función normativa atribuida tanto legal como reglamentariamente al Autorregulador, específicamente tiene asignada la función de *“otorgar concepto previo y favorable a las modificaciones del Reglamento y la expedición de Cartas Circulares relacionadas con conductas, usos, prácticas y deberes, en las Actividades Autorreguladas en Divisas”*.

Teniendo en cuenta lo anterior, la Sala considera necesario resaltar que el documento de política 39, expedido mediante la carta circular 39, fue estudiado y aprobado por el comité de divisas<sup>19</sup>, por tanto, cumplió con el procedimiento establecido en el Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas, específicamente con lo dispuesto por el artículo 16 del RAVD, para integrar el cuerpo normativo de obligatorio cumplimiento por los sujetos de autorregulación, según lo ordenado por el artículo 29 atrás citado. Por tal razón, no pueden ser de recibo las consideraciones esbozadas por el apelante frente al alcance del documento de política 39.

---

<sup>16</sup> Boletín Normativo No. 13, mediante el cual se publicó el Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas.

<sup>17</sup> Artículo 13. Comités de Miembros. AMV contará con los siguientes comités de miembros con el fin de apoyar el adecuado cumplimiento de la función normativa, cuyo funcionamiento estará coordinado por los funcionarios que determine el Presidente de AMV...”

<sup>18</sup> Comité de Divisas: Comité permanente de qué trata el Capítulo 1 Título 3 del presente Reglamento cuya función principal es orientar la gestión del Autorregulador en relación con la autorregulación del mercado de divisas.

<sup>19</sup> Al respecto, señala la Carta Circular 39 de 2011 lo siguiente: El documento es el resultado de un proceso de investigación y análisis que se adelantó de manera conjunta con la industria. Su contenido fue discutido en varias reuniones sostenidas a nivel gremial e individual con participantes del mercado, así como publicado para comentarios del público en el periodo comprendido entre el 16 de febrero y el 15 de marzo de 2011. Producto de este proceso se recibieron comentarios y observaciones que fueron objeto de estudio, en donde el Comité de Divisas de AMV cumplió un importante papel. Dicho Comité otorgó su concepto favorable a la expedición de la Carta Circular en su reunión del pasado 23 de marzo, de acuerdo con lo dispuesto en el Reglamento de Autorregulación en Divisas, artículo 16, literal b).

Ahora bien, frente al argumento según el cual existe una diferencia entre las cartas circulares y los documentos de política, considera la Sala necesario reiterar que la finalidad de la Carta Circular 39 de 2011 fue justamente el dar a conocer a las entidades y personas autorreguladas en divisas el contenido del Documento de Política 39, a fin de *“informar al mercado de divisas sobre conductas que pueden considerarse contrarias a las disposiciones del Reglamento de Autorregulación en Divisas y dar claridad sobre prácticas del mercado que se consideran aceptadas”*.

### 2.3.2. Del régimen de responsabilidad en el derecho disciplinario.

En el recurso de apelación se insistió en el planteamiento que indica que para que se configure o adecue una conducta al tipo disciplinario de manipulación se requiere la prueba del elemento subjetivo del dolo. Al respecto, la Sala considera pertinente realizar las siguientes precisiones.

En sentencia C-599 de 1992 de la Corte Constitucional al estudiar la acción pública de inconstitucionalidad de los artículos 7, 19, 21, 26 y 27 del Decreto Ley 1746 de 1991, estableció que el régimen de responsabilidad disciplinario es de naturaleza objetiva, al respecto se pronunció la Corte en los siguientes términos:

*“El régimen cambiario, aun cuando conduce a la imposición de medidas económicas y sancionatorias de contenido fiscal, no puede confundirse con el régimen penal ordinario ni se informa de sus orientaciones; por el contrario, desde sus orígenes se ha sostenido que entre uno y otro regímenes existen profundas diferencias de contenido u objeto y de finalidad, que no obligan en ningún modo ni al intérprete ni al legislador, para hacer extensivas las orientaciones, los principios y las reglas de uno al otro, mucho menos en el ámbito de la determinación de la responsabilidad por su aspecto subjetivo o de la culpabilidad. (...)*

*En algunas de las partes del Derecho Administrativo, como es la del régimen de cambios, se admite la no pertinencia de los elementos subjetivos de la conducta tipificada previamente como sancionable, como son la intencionalidad, la culpabilidad e incluso la imputabilidad. Lo que supone el artículo 29 de la Carta, en su primer inciso, no es que las reglas del debido proceso penal se apliquen a todas las actuaciones judiciales o administrativas o de carácter sancionatorio; lo que se propone el Constituyente es que en todo caso de actuación administrativa exista un proceso debido, que impida y erradique la arbitrariedad y el autoritarismo, que haga prevalecer los principios de legalidad y de justicia social, así como los demás fines del Estado, y que asegure los derechos constitucionales, los intereses legítimos y los derechos de origen legal y convencional de todas las personas. (...)*

*El establecer por vía de la regulación legal correspondiente, que las infracciones cambiarias no admiten la exclusión de la responsabilidad por ausencia de culpabilidad o de imputabilidad del infractor, o lo que es lo mismo, señalar que la responsabilidad por la comisión de la infracción cambiaria es de índole objetiva, no desconoce ninguna norma constitucional”*.

Esta posición jurisprudencial fue reiterada por la Corte Constitucional en la decisión C-010 de 2003, en la cual se estudió la acción de inconstitucionalidad presentada en contra de los artículos 24 y 30 del Decreto 1092 de 1996.

En igual sentido se ha pronunciado el Consejo de Estado, quien al estudiar procesos judiciales en los que se argumenta la proscripción del régimen de responsabilidad objetiva, ha dispuesto:

*“Al respecto ha sido criterio jurisprudencial de esta jurisdicción el considerar que el ejercicio del poder sancionatorio en cabeza del Estado, encuentra su límite propio en el respeto a los principios y garantías que informan el debido proceso consagrado en el artículo 29 de la Constitución.*

*Ha considerado la sección, a partir de la naturaleza y finalidades de una y otra disciplina, que en el campo del derecho administrativo sancionatorio por infracciones al derecho financiero, como el que en esta oportunidad ocupa la atención de la sección, en donde se debaten actos dictados en desarrollo de la facultad sancionatoria que ostenta el Superintendente Bancario, respecto de las actuaciones de las entidades y personas objeto de inspección, vigilancia y control, la aplicación de las garantías y fundamentos propios del derecho penal es restrictiva, en tanto no caben figuras tales como el dolo o la culpa, la imputabilidad, favorabilidad y otras aplicables en “materia penal”<sup>20</sup>.*

Por su parte la Superintendencia Financiera de Colombia el 14 de junio de 2012 al resolver una consulta en la que se preguntó si en el ejercicio de la facultad sancionatoria se aplicaba el principio de culpabilidad o el concepto de responsabilidad objetiva, manifestó lo siguiente:

*“Ahora bien, cabe precisar que estos principios no tienen el mismo alcance y contenido que en materia penal, por cuanto se trata de ámbitos jurídicos con especificidades propias, en cuanto sus finalidades difieren sustancialmente. Así, el derecho administrativo sancionatorio pretende garantizar la estabilidad del orden económico, mientras que el derecho penal la convivencia pacífica de los ciudadanos, lo que les otorga un contenido disímil.*

*De ahí que en el ámbito del derecho administrativo sancionatorio no resulte aplicable la culpabilidad propia del campo penal, sino que, por el contrario, está permitida la imposición de sanciones con base en la responsabilidad objetiva del infractor”.*

Finalmente, y en atención a que los esquemas de autorregulación -obligatoria y voluntaria-, son expresiones del derecho privado, resulta pertinente citar unos pronunciamientos del Tribunal Disciplinario en casos de manipulación, que sin perjuicio que hayan sido en casos de valores, resultan aplicables al mercado de divisas, al respecto la doctrina del Tribunal tiene por sentado lo siguiente:

- Sala de Decisión, Resolución 6 del 31 de octubre del 2011

En esta oportunidad el Tribunal Disciplinario desarrolló cuál es el bien tutelado, cuando se incurre en la infracción de manipulación al mercado de valores, esto es la integridad y transparencia del mercado. Al respecto expuso la Sala de Decisión:

---

<sup>20</sup> CONSEJO DE ESTADO, SALA DE LO CONTENCIOSO ADMINISTRATIVO, SECCIÓN CUARTA, Rad: 25000 2324 0001999 0202 01, Consejero Ponente: Juan Ángel Palacio Hincapié.

*“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-Cámara, 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.*

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".*

*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".*

- Sala de Revisión, Resolución 3 del 27 de marzo del 2015

La decisión que se trae en esta oportunidad resulta de la mayor relevancia, dado que el Tribunal reconoce que para la adecuación típica de la conducta de manipulación no se requiere el elemento subjetivo o intencional, es decir, no se requiere probar el dolo por parte del sujeto de autorregulación para entender que la conducta desplegada se adecúa a la infracción de manipulación, al respecto expuso la Sala de Revisión:

*“Aunque lo expuesto resulta suficiente para desvirtuar la conducta de afectación a la libre formación del precio y disminución del valor de la acción de la BMC, la Sala de Revisión considera oportuno efectuar algunas aclaraciones sobre el alcance de la doctrina que ha sentado el Tribunal Disciplinario en relación con las conductas de manipulación, debido a que la forma en que fue presentada por el recurrente puede llevar a errores de interpretación.*

*Así por ejemplo, la expresión “No se requiere para considerar que hubo manipulación del precio de una acción la prueba del móvil para que se concrete la conducta censurada”, tomada por AMV de la Resolución No. 6 del 31 de mayo de 2012, para demostrar que la conducta censurada se configura independientemente del elemento volitivo o intencional de la investigada, no tiene el significado que se le adjudicó en el recurso de apelación. Dicho argumento estaba referido no a la intención con que pudo o no haber actuado en esa oportunidad el sujeto investigado al afectar el precio de la respectiva especie, sino al fin último o provecho que perseguía a través de dicho comportamiento, lo que es irrelevante para*

*efectos de la conducta analizada, en tanto no se erige como un elemento necesario para su configuración.*

*(...) Dicho lo anterior, es dable señalar que tal como ocurre en el presente caso, el elemento subjetivo o intencional no siempre es esencial para inferir y evidenciar si se incurrió en alguna de las conductas como las investigadas en el presente asunto, pues habrá ocasiones en las que, dependiendo de la forma como discurren los hechos, bastará para configurar la conducta la ocurrencia de los actos objetivos que las tipifiquen como efecto de las actividades desplegadas, en consonancia con lo previsto por la propia norma que las regula (Literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005)".*

Ahora bien, las anteriores decisiones, ya sean proferidas por entidades de naturaleza pública y en el ejercicio de funciones públicas, disciplinarias y jurisdiccionales, así como un órgano de naturaleza privada, como lo es el Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores, coinciden en que el régimen de responsabilidad aplicable en el derecho sancionatorio o disciplinario es de naturaleza objetiva, dado que está sustentado en el cumplimiento de deberes por parte de los actores, quienes en atención a su condición de profesionales tienen la obligación de conocerlos, así mismo son conscientes de las cargas, límites y parámetros fijados por las normas que rigen la actividad en la que participan.

Por estas consideraciones, no están llamados a prosperar los argumentos expuestos por el apelante en cuanto a la falta de acreditación del dolo como elemento constitutivo de la manipulación en el mercado de divisas.

De otra parte, en cuanto al reparo del apelante en el sentido de que la Sala de Decisión hizo un ejercicio de interpretación del manual operativo del SET-FX y del de Credicorp Capital, supliendo mediante dicha interpretación los vacíos regulatorios en su consideración existentes, es oportuno reiterar que los citados vacíos no existen pues son totalmente claras, bajo la normatividad que rige las operaciones de Stop loss en Colombia, en especial el citado manual de SET-FX, las condiciones bajo las cuales deben cumplirse este tipo de operaciones, como se ha mencionado con anterioridad, sin que pueda acudirse a prácticas internacionales con el fin de interpretar o aplicar las reglas que rigen las operaciones Stop Loss en Colombia.

### 2.3.3. La conducta del investigado.

- Es un hecho probado que entre el período objeto de investigación, esto es, el 24 de octubre de 2014 y 7 de junio de 2016, el investigado realizó en total 180 operaciones, divididas entre, 90 agresiones a posturas que no eran las mejores disponibles, tanto en la columna del *bid* como del *offer*, y como consecuencia de esas operaciones, se activaron 90 órdenes<sup>21</sup> de stop loss que habían sido aceptadas por el investigado.

---

<sup>21</sup> Es necesario aclarar que este concepto de órdenes para el mercado de divisas, en especial en el sistema de negociación set-fx no atiende a las mismas consideraciones que tiene una orden impartida en el mercado de valores, pues, en este sistema los IMC intervienen en cuenta propia.

- Es un hecho probado, que en las 90 oportunidades en que el investigado agredió una postura que no era la mejor disponible, tenía cupo para operar con el IMC que tenía la mejor postura.

A manera ilustrativa a continuación se presentan unas imágenes que demuestran el primer hecho:

- Operación del 9 de diciembre de 2014:

09/12/2014

**Acuerdo de Stop Loss**

Fecha	Hora	Usuario	Clase	O/D	Precio	Monto	Tr/To	T	Comentario
09/12/14	08:03:50		Solicita Stop Loss	D	2350.00	1000			
09/12/14	08:03:56	CRRB DARGUELLES	Confirma Stop Loss	D	2350.00	1000			
09/12/14	09:26:46		Acciona Stop Loss	D	2350.00	1000			
09/12/14	09:26:46		Transacción	D	2350.00	1000	1000		

09/12/2014 9:26:45

Fecha Agresión: 09/12/2014  
Hora Agresión: 9:26:46

09/12/2014 9:26:47

Se produce la agresión en la 2 postura teniendo cupo con la anterior.

- Operación del 24 de febrero de 2015

**Acuerdo de Stop Loss**

Fecha	Hora	Usuario	Clase	O/D	Precio	Monto	Tr/To	T	Comentario
24/02/15	10:51:03		Solicita Stop Loss	O	2487.90	500			
24/02/15	10:51:16	CRRB DARGUELLES	Confirma Stop Loss	O	2487.90	500			
24/02/15	11:08:49		Acciona Stop Loss	O	2487.90	500			
24/02/15	11:08:49		Transacción	O	2487.90	500	500		

**Ejecución de la operación de Stop Loss**

Fecha	Hora	H.Reg	Código	Broker C	Comprador	Broker V	Vendedor	Días	Puntos	Precio Spot	Monto	T	G	R	E	Ori	C
24/02/15	11:08:49		035ZBU095M		A	CRRB DARGUELLES	P	0		2487.90	500,000	L					C

Fecha Agresión: 24/02/2015  
Hora Agresión: 11:08:49

24/02/2015 11:08:48

**Dólar Spot**

<b>Demandas</b>	<b>Ofertas</b>
<b>2487.91</b>	<b>2489.00</b>
<b>250</b>	<b>500</b>

Cód	Monto	Precio	Precio	Monto	Cód
SRFB	250	2487.91	2489.00	500	AYVB
CFCB	250	2487.86	2489.50	1000	TAUB
CTBB	250	2487.85	2489.80	250	AEVL
PPLB	250	2487.80	2490.80	250	CLTM
OCCC	250	2487.55	2491.00	250	AEVL
BCXB	500	2487.50	2491.00	250	BBVB
CFCB	250	2487.45	2491.00	3000	SNTB
CFCB	250	2487.45	2491.80	250	ALNB
BBVB	250	2487.35	2492.00	250	CRRB
PPLB	250	2487.30	2492.80	500	AYVB
DVNB	500	2487.25	2492.95	500	PCHB
CFCB	250	2487.25	2493.00	250	AGRB
BCXB	500	2487.00	2493.00	250	BNPB
PCHB	250	2487.00	2493.00	250	BBVB
CRRB	500	2487.00	2493.70	250	CRRB

24/02/2015 11:08:50

**Dólar Spot**

<b>Demandas</b>	<b>Ofertas</b>
<b>2487.91</b>	<b>2489.00</b>
<b>250</b>	<b>500</b>

Cód	Monto	Precio	Precio	Monto	Cód
SRFB	250	2487.91	2489.00	500	AYVB
CTBB	250	2487.85	2489.50	1000	TAUB
PPLB	250	2487.80	2489.80	250	AEVL
OCCC	250	2487.55	2490.80	250	CLTM
BCXB	500	2487.50	2491.00	250	AEVL
CFCB	250	2487.45	2491.00	250	BBVB
CFCB	250	2487.45	2491.00	3000	SNTB
BBVB	250	2487.35	2491.80	250	ALNB
PPLB	250	2487.30	2492.00	250	CRRB
DVNB	500	2487.25	2492.80	500	AYVB
CFCB	250	2487.25	2492.95	500	PCHB
CRRB	500	2487.05	2493.00	250	AGRB
BCXB	500	2487.00	2493.00	250	BNPB
PCHB	250	2487.00	2493.00	250	BBVB
CFCB	500	2486.88	2493.70	250	CRRB

Se produce la agresión en la 2 postura, teniendo cupo con la anterior.

- Operación del 7 de junio de 2016

Acuerdo de Stop Loss

Fecha	Hora	Usuario	Clase	O/D	Precio	Monto	Tr/To	T	Comentario
07/06/16	09:17:45		Solicitud Stop Loss	0	2940.00	500			
07/06/16	09:18:32	CRRB DARGUELLES	Confirma Stop Loss	0	2940.00	500			
07/06/16	10:15:37		Acciona Stop Loss	0	2940.00	500			
07/06/16	10:15:37		Transacción	0	2940.00	500	500		

Ejecución de la operación de Stop Loss

Fecha	Hora	H.Reg	Código	Broker C	Comprador	Broker V	Vendedor	Días	Puntos	Precio Spot	Monto T	G	R	E	Ori	C
07/06/16	10:15:37		0000C2CEH8		A	CRRB DARGUELLI	F			2940.00	500,000	L				

Detalle de la transacción stop loss y asignación del comitente

Fecha: 07/06/2016 Nro. Liquidación: 253 Hora: 10:15:37  
 Tipo de cambio: 2940.00 Monto US\$: 500,000 Monto \$: 1,470,000,000

Fecha Agresión: 7/06/2016  
Hora Agresión: 9:08:47

7/06/2016 9:08:46

**Dólar Spot**

<b>Demandas</b>	<b>Ofertas</b>
<b>2949.10</b>	<b>2950.00</b>
<b>750</b>	<b>250</b>

Cód	Monto	Precio	Precio	Monto	Cód
CDBB	750	2949.10	2950.00	250	CLTM
AYVB	250	2949.01	2951.00	250	AEVL
CFCB	250	2949.00	2951.00	250	AEVJ
CTBB	500	2949.00	2951.70	250	CLTM
DVNB	750	2948.70	2951.77	250	CFCB
AEVL	250	2948.10	2951.95	250	AYVB
CFCB	500	2948.00	2952.00	500	CRRD
CLPB	1000	2948.00	2952.40	250	AEVL
AEVL	250	2947.10	2952.40	250	ALNB
SNTB	250	2947.00	2952.50	250	AEVL
CLTM	250	2946.55	2952.95	250	AEVL

7/06/2016 9:08:48

**Dólar Spot**

<b>Demandas</b>	<b>Ofertas</b>
<b>2949.10</b>	<b>2951.00</b>
<b>750</b>	<b>250</b>

Cód	Monto	Precio	Precio	Monto	Cód
CDBB	750	2949.10	2951.00	250	AEVL
AYVB	250	2949.01	2951.70	250	CLTM
CFCB	250	2949.00	2951.77	250	CFCB
CTBB	500	2949.00	2951.95	250	AYVB
DVNB	750	2948.70	2952.00	500	CRRD
CFCB	500	2948.00	2952.40	250	AEVL
CLPB	1000	2948.00	2952.40	250	ALNB
AEVL	250	2947.10	2952.50	250	AEVL
SNTB	250	2947.00	2952.95	250	AYVB
BBVB	250	2947.00	2953.00	500	BNPB
CLTM	250	2946.55	2953.00	250	AEVL

Se produce la agresión en la 7 postura teniendo cupo con las anteriores. Cabe resaltar que en el momento de la ejecución se modifica la 6 postura de AEVL.

### 2.3.4. Adecuación típica de la conducta.

El cargo de manipulación formulado por el instructor está sustentado en la vulneración a los artículos 29, 36 y 59 del Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas, que establecen lo siguiente:

*“Artículo 29. Obligaciones de los Sujetos de Autorregulación en Divisas. Los Sujetos de Autorregulación en Divisas deberán cumplir las siguientes obligaciones, en adición a las previstas legal o*

*contractualmente: 1. Conocer y cumplir los Estatutos del Autorregulador, el Reglamento de Divisas y Cartas Circulares sobre divisas;*

*Artículo 36. Cultura de cumplimiento y control interno. Las PNVs deben asegurar que las obligaciones impuestas por el presente Reglamento aplicables a ellas y a los Autorregulados en Divisas sean cumplidas.*

*Artículo 59. Abstenerse de Actividad de Manipulación. Sujetos de Autorregulación en Divisas se abstendrán de participar en actividades manipulativas, las cuales consisten en realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar directa o indirectamente o coadyuvar con operaciones u otros actos relacionados, que tienen como objetivo o efecto: (a) divulgar información falsa y engañosa; (b) distorsionar el mercado o afectar la libre oferta o demanda de divisas”.*

En cuanto a lo dispuesto por los artículos 29 y 36 la Sala considera que con lo desarrollado en el punto 2.3.1., se entiende que el investigado estaba en la obligación de conocer y cumplir lo dispuesto por las cartas circulares expedidas por el Autorregulador del Mercado de Valores, previo a la celebración de las operaciones cuestionadas, en particular a lo dispuesto por la carta circular 39, mediante la cual se expidió el documento de política 039.

Ahora bien, resulta pertinente mencionar que, si bien la Carta Circular 039 al momento de abordar el tema relacionado con la manipulación por agredir posturas que no son las mejores disponibles utilizó un ejemplo diferente al caso objeto de estudio en esta oportunidad, el fondo de lo que se estudió y plasmó en dicho documento es aplicable al caso objeto de estudio, dado que lo cierto es que el efecto que tiene agredir posturas que no son las mejores disponibles, cuando no existan circunstancias relevantes, es distorsionar el mercado, que es entendido como manipulación.

Por tanto, lo que sí conocían los operadores que intervienen en el mercado de divisas, como consecuencia de la expedición de la carta circular 39 era que para que se agredieran posturas que no fueran las mejores disponibles debía existir una circunstancia relevante, toda vez que, al realizar una operación de esta naturaleza devenía la potencialidad de generar una distorsión en el mercado, que a la luz de lo dispuesto en las normas que regulan este mercado, se entiende como una manipulación. Es decir, desde tiempo atrás a las operaciones aquí cuestionadas, el investigado tenía conocimiento que el hecho de agredir posturas que no fueran las mejores disponibles tenía la virtualidad de distorsionar el mercado en el que estaba operando.

Así las cosas, establecido que el investigado debía conocer y cumplir lo dispuesto en la carta circular 039, procede la Sala con el estudio de adecuación de la conducta a lo dispuesto en el artículo 59 del RAVD.

Esta norma establece que los sujetos de autorregulación deberán abstenerse de participar en actividades manipulativas, lo que se traduce en un deber de no hacer por parte de los actores que intervengan en el mercado de divisas. Ahora bien, si aquellos participan en estas actividades, las mismas pueden tener las siguientes modalidades, “realizar, colaborar, cohonestar, etc...”.

Adicionalmente, estas actividades pueden presentar dos finalidades, un objeto o generar un efecto y, por último, se establecieron dos tipologías, que pueden ser, (a) *divulgar información falsa y engañosa*; (b) *distorsionar el mercado o afectar la libre oferta o demanda de divisas*.

En el caso concreto, la Sala encuentra que el investigado **realizó** unas operaciones que generaron un efecto de distorsión en el mercado, que afectó la libre oferta y demanda de divisas, por las razones que se pasan a explicar.

En el sistema de negociación de Set-Fx las filas del *bid* y del *offer*, se conforman a partir de las posturas que los IMC introducen al sistema y a las que están dispuestos a comprar o vender. A partir de esa información, el sistema las organiza entre la mejor postura ingresada para la venta y la mejor para la compra.

Ahora bien, la razón por la cual entiende la Sala que el investigado al agredir posturas que no eran las mejores disponibles distorsionó el mercado y afectó la libre oferta o demanda de divisas, atiende a que el mensaje que se envió al mercado con tal conducta era que el precio al que estaba dispuesto a comprar o vender el mercado era uno diferente al que estaba ubicado como el mejor disponible, así fuese por centavos, lo que eventualmente generó el retiro de esas posturas por parte de los IMC que las habían ingresado, dado que no resultaba financieramente razonable comprar a un precio más alto, o vender a uno más bajo que lo que realmente estaba el mercado dispuesto.

En este punto resulta pertinente referirse a una de las consideraciones expuestas por el investigado, en cuanto a que el Set-Fx no es el único mercado o sistema de negociación y que el precio que él agredió perfectamente había sido marcado en otros mercados, como el internacional, brókeres u OTC.

Sobre el particular, la Sala no desconoce la existencia de otros sistemas de negociación y reconoce que en éstos se presentan diferentes precios de negociación, sin embargo, no se puede olvidar que las órdenes de stop loss aceptadas por el investigado se emitieron para ser ejecutadas en el sistema SET-FX, y no en los otros sistemas de negociación, por lo que se hace énfasis en que las condiciones aplicables al caso concreto eran las de este sistema operado en Colombia. Así como también, que el hecho de agredir posturas distintas a las mejores disponibles, cuando se tenía cupo para operar con los IMC, produjo un efecto de distorsión en este mercado y afectó la libre oferta y demanda de divisas. Lo anterior por cuanto en la totalidad de las operaciones cuestionadas, existían 155 ofertas ingresadas por 27 IMC que tenían la expectativa de operar a posturas que eran mejores a la agredida por el investigado y con quien éste tenía cupo para operar, es decir que en circunstancias normales, esto es, eliminando la conducta del investigado, eventualmente esas 155 ofertas hubiesen operado.

Ahora bien, argumentó el apelante que agredió las posturas que no eran las mejores disponible porque necesitaba administrar el riesgo que se originó al aceptar las órdenes de stop loss, es decir, que existía una circunstancia relevante.

Al respecto, la Sala de Revisión comparte la conclusión a la que llegó la Sala de Decisión, en el sentido que la evaluación y administración del riesgo originado en la solicitud y aceptación de órdenes de stop loss se hace de manera previa, pues, en esta operación confluyen dos riesgos, por una parte el del IMC que lo solicita, quien estima que esa condición no se va a presentar pero que cubre la eventual posibilidad de que el mercado alcance ese nivel, frente a lo cual el ya realizó una valoración del riesgo que dicha situación implica, y por otro lado, el riesgo de quien lo acepta, que depende del hecho futuro e incierto de que el mercado llegue al nivel de strike, lo cual si sucede da lugar al nacimiento de la obligación de celebrar una operación.

En consecuencia, la circunstancia relevante aducida por el investigado no es procedente, toda vez que la evaluación del riesgo debió realizarla de manera previa a la aceptación de la orden de stop loss, ya que una vez aceptada, solo tenía dos posibilidades: (i) Atender las condiciones de mercado o (ii) modificar las condiciones pactadas por acuerdo de las partes, es decir, no había lugar a una decisión unilateral por parte de él como aceptante. Sobre el particular, dispone el manual del sistema de negociación, *“el precio por defecto del strike siempre será el mismo precio de la orden, **sin embargo la entidad receptora lo podrá modificar, en cuyo caso la orden volverá para la confirmación de la contraparte solicitante**”*.

Esta conclusión, no implica, como lo sugiere el apelante, que el Tribunal Disciplinario vía interpretación defina cuales son las circunstancias relevantes. A lo que se limita el órgano disciplinario es a estudiar, si la aludida por el investigado era una circunstancia que le permitía agredir posturas que no fueran las mejores disponibles, contraviniendo el deber existente y la práctica aceptada y reconocida por todo el mercado que indica que los IMC agreden las mejores posturas disponibles.

Retomando la adecuación típica, encuentra la Sala que la conducta del investigado, al agredir posturas que no eran las mejores disponibles, activó no solamente las órdenes de stop loss que había aceptado, sino otras que estaban aceptadas por otros IMC, lo que impidió que esas órdenes se hubiesen ejecutado a los niveles de strike que el mercado dictara, lo que evidentemente implicó una afectación a la libre formación de oferta y demanda de divisas, en tratándose de las demás operaciones, diferentes a las ejecutadas por el investigado, que se vieron afectadas.

Por las razones anteriores, considera la Sala que la conducta desplegada por el investigado, consistente en la agresión de posturas que no eran las mejores disponibles, en 90 ocasiones se adecuaba al tipo disciplinario descrito en el artículo 59 del Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas.

Ahora bien, respecto al segundo cargo formulado, el instructor lo sustentó en la vulneración al deber de lealtad dispuesto en el artículo 32 del RAVD, que dispone:

*“Artículo 32. Deberes generales en la actuación de los Sujetos de Autorregulación Los Sujetos de Autorregulación deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, en*

*las Actividades Autorreguladas en Divisas, cumpliendo con lo dispuesto en el presente Reglamento”.*

Respecto al deber de lealtad y la eventual responsabilidad que devendría de su incumplimiento, el Tribunal Disciplinario ha tenido la oportunidad de pronunciarse en los siguientes términos:

*“El deber de lealtad consiste en la obligación que tienen los agentes de obrar simultáneamente de manera íntegra, franca, fiel y objetiva, con relación a todas las personas que intervienen de cualquier manera en el mercado”<sup>22</sup>.*

Ahora bien, revisados los hechos y la conducta desplegada por el investigado, considera la Sala que se adecúan a este tipo por las razones que se pasan a explicar.

Las reglas que regían para la fecha de los hechos, respecto a la ejecución de las ordenes de stop loss en el sistema de negociación SET-FX, disponían que el nivel de strike al que se activaría debía ser consecuencia del juego de la libre oferta y demanda, al respecto el manual establecía lo siguiente:

*“Manual Herramienta Stop Loss*

*La herramienta de Stop Loss se encuentra disponible en los mercados Spot y Next Day USD/COP y permite a los usuarios solicitar con anticipación una orden (de compra o venta) la cual se ejecuta cuando se cumpla una instrucción predefinida entre las contrapartes, que para este caso se denomina Strike.*

*El Stop Loss es acordado entre una contraparte inicial que se denomina “solicitante” y una contraparte receptora, la cual se denomina “aceptante” y en caso de alcanzarse el nivel definido como Strike, la operación se ejecutará entre las contrapartes de acuerdo con las condiciones definidas inicialmente. (...).*

*El precio por defecto del strike siempre será el mismo precio de la orden, sin embargo la entidad receptora lo podrá modificar, en cuyo caso la orden volverá para la confirmación de la contraparte solicitante.*

*La ejecución de la orden dependerá del precio strike y de si esta es de compra o venta. (...)*

*Nota: es importante resaltar que cuando se acepta una orden de Stop Loss bien sea de compra o de venta, el sistema SET-FX reserva el cupo tanto bilateral como multilateral (cupos de Cámara de Compensación de Divisas) de manera que cuando se alcance la condición preestablecida (strike), la orden se pueda ejecutar y no haya ningún problema por cupos de contraparte”.*

Por su parte, la política de stop loss del intermediario al que estaba vinculado el investigado disponía:

*“Política de Stop Loss.*

---

<sup>22</sup> Resolución 42 del 3 de octubre del 2013 (01-2012-224).

*La mesa de divisas de Credicorp Capital Colombia tiene la potestad de brindar a sus clientes y a las contrapartes en los mercados Spot y Next Day USDCOP, la posibilidad de tomar intenciones de Stop Loss a precios de mercado (de compra o venta), las cuales se ejecutan cuando se cumpla el precio definido entre las contrapartes. Dicho precio debe ser ejecutado con respecto al precio de mercado, por ejemplo el sistema de negociación electrónico Set Fx, Brokers locales o internacionales o el mercado OTC.*

*Las órdenes de Stop Loss se toman en firme y se operan contra la posición propia. Así mismo el operador a cargo de ejecutar una orden de Stop Loss tiene la potestad de hacerlo a discreción y sobre el mandato del cuidado y la protección de los intereses de Credicorp Capital Colombia, en lo que concierne a sus operaciones en el mercado cambiario.*

*En el caso de órdenes de stop Loss provenientes de otros IMC, éstas serán recibidas a través del sistema electrónico SET-FX, administrado por SETICAP o el sistema disponible para ambas contrapartes. Las ordenes de Stop Loss internas deberán contar con su respectiva trazabilidad y ajustarse a la normatividad vigente”.*

En este orden de ideas, no le asiste razón al apelante cuando afirma que no había claridad respecto a la ejecución de las órdenes de stop loss que eran solicitadas y aceptadas en el sistema de negociación set-fx, pues existía tanto el manual de operatividad por parte del administrador, como la política interna del intermediario, que establecían claramente que las órdenes se activarían única y exclusivamente cuando el mercado llegase al nivel de strike acordado entre las partes de la operación, esto es, solicitante y aceptante.

Adicionalmente, la herramienta que tiene a disposición de los IMC el administrador del sistema de negociación no permite la discrecionalidad, dado que no incluye en los datos que se exigen para que se solicite y acepte una orden de stop loss algún rango entre los que se podría ejecutar dicha orden, por el contrario, se debe definir por las partes de la operación un precio exacto al que se activaría, -strike-.

Así las cosas, lo que resulta extraño es que un profesional que contaba con más de 15 años de experiencia en el mercado de divisas no tuviese claridad en los límites que debían enmarcar sus actuaciones en la ejecución de este tipo de órdenes en el sistema set-fx, dando lugar a que su interpretación unilateral lo llevará a hacer cambios sobre lo acordado con los IMC con quien había contratado los stop loss, con los efectos de alteración del mercado ya explicados.

Por ello, tampoco le asiste razón al apelante cuando afirma que en la ejecución de estas órdenes existe un margen de discrecionalidad para la parte aceptante, pues, según las reglas que rigen en el sistema de negociación en que se ejecutan estas órdenes se define una condición suspensiva, es decir, un hecho futuro e incierto que puede o no presentarse, a saber el precio de *strike*. Por lo que la parte solicitante espera de su aceptante, una actuación fiel y objetiva, que no anticipe o convierta ese hecho futuro e incierto en un hecho cierto.

Es decir, entre las partes nace un deber de mantener el compromiso pactado, que los obliga a esperar que por el libre juego de la oferta y la demanda el

precio llegue al strike acordado, situación que no se presentó en el caso concreto, comoquiera que el investigado aduciendo una circunstancia relevante, que como ya quedó explicado no era tal, y conociendo el precio de strike acordado, anticipó ese hecho futuro e incierto de manera deliberada, lo que obligó a la celebración de una operación, que en circunstancias normales de mercado era una mera posibilidad para las partes.

Ahora bien, indica el apelante que los "goteos", hacen altamente compleja la ejecución de órdenes de stop loss, pues estos esconden la liquidez real del mercado. La sala considera importante señalar que esta situación no habilita para que se incumplan las reglas en que debían ejecutarse los stop loss aceptados por el investigado, dado que, se reitera, lo que esperaban sus contrapartes, y lo que él como un profesional del mercado de divisas con más de 15 años de experiencia debía cumplir, eran las reglas dispuestas por el administrador del sistema de negociación, que a su vez, fueron incorporadas por el intermediario de divisas al que estaba vinculado como política interna, es decir, no existía ninguna duda para el mercado que la forma en que se ejecutaban esas operaciones era cuando se llegara al precio strike por el libre juego de la oferta y demanda, salvo, y en aplicación de lo dispuesto por estas mismas reglas, que las partes acordaran modificarlo.

En conclusión, el investigado actuó de una manera contraria a la fidelidad y confianza depositada por su contraparte, quien esperaba de él una sujeción a las reglas dispuestas para la ejecución de una orden de stop loss, las cuales, se reitera, eran conocidas por todos los operadores del mercado, quienes confían que están participando en un mercado de profesionales, en el cual todos están obligados a cumplir con los mismos procedimientos dispuestos para garantizar la transparencia e integridad del mismo.

En cuanto a los argumentos relacionados con el hecho de que no se presentaron quejas por la mayoría de las contrapartes con las que el Investigado pactó operaciones Stop Loss y, que por ende, estas contrapartes nunca se sintieron vulnerados en su confianza, así como que de las declaraciones recibidas a los señores AAAA y BBBB, se desprende que los operadores pueden ejecutar anticipadamente los Stop loss en casos diferentes a la falta de cupo y que el único precio de mercado no es el que arroja el sistema SET-FX, es oportuno reiterar que el hecho de no recibir quejas por todas las contrapartes del Investigado no significa que las mismas no hayan sido afectadas por su actuación, pues se reitera lo señalado por la Sala de Revisión en el sentido de que el investigado se apartó de la confianza en él depositada pues la orden se ejecutó antes del momento en el cual se había pactado, usando información con la que contaba el Investigado desde el inicio de cada jornada para obtener o generar un beneficio económico.

#### 2.3.5. Dosificación de la sanción

Según lo dispuesto en el artículo 80 del Reglamento de AMV, aplicable en virtud de la remisión expresa efectuada por el artículo 62 del RAVD, para la imposición de las sanciones el Tribunal Disciplinario debe observar los siguientes principios:

*"a. Principio de proporcionalidad, según el cual la sanción deberá ser proporcional a la infracción;*

*b. Principio disuasorio de la sanción, según el cual la sanción buscará evitar que los participantes del mercado vulneren la norma que dio origen a la misma;*

En atención a estos principios, se debe revisar la sanción impuesta en la primera instancia.

En primer lugar, no advierte la Sala ninguna circunstancia de agravación. Por el contrario, sí se encuentra unas de atenuación, esto es, (i) la ausencia de antecedentes disciplinarios del investigado, y (ii) la aceptación del Investigado de que en efecto anticipo la ejecución de las operaciones Stop Loss.

En segundo lugar, estima la Sala que la distorsión al mercado ocasionada como consecuencia de la infracción cometida por el investigado si bien afecta la transparencia e integridad del mercado de divisas, no la afectó en este caso de manera sustancial. Por lo tanto, en atención a los principios de proporcionalidad y poder disuasorio considera que existen razones que permiten considerar una reducción de la sanción impuesta en la Sala de Decisión de primera instancia.

Por estas razones, concluye la Sala de Revisión que la sanción adecuada, proporcional y que tiene el poder disuasorio requerido es: suspensión de tres (3) meses, concurrente con una multa de cuarenta (40) salarios mínimos legales mensuales vigentes, que corresponden a \$29'508.680, teniendo como referencia un salario mínimo de \$737.717 pesos.

El incumplimiento del pago de la multa en los términos aquí señalados, acarreará los efectos previstos en el último inciso del artículo 85<sup>23</sup> del Reglamento de AMV.

Por último, advierte la Sala de Revisión que en el artículo 4 de la parte resolutive de la decisión de primera instancia se ordenó informar a la Superintendencia Financiera de Colombia de la decisión una vez quede en firme; lo indicado en las normas señaladas aplica para el esquema de autorregulación obligatoria y no voluntario en divisas, por lo cual de manera oficiosa se revocará el señalado artículo.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala de Revisión, integrada por los doctores Jaime Alberto Gómez (Presidente), Stella Sofía Vanegas y Álvaro Montero Agón, de conformidad con lo dispuesto en el Acta No. 243 del 4 de diciembre de 2017 del Libro de Actas de las Salas de Revisión, por unanimidad,

---

<sup>23</sup> Reglamento de AMV, Artículo 85. Imposición y concurrencia de sanciones. Para determinar las sanciones aplicables, el Tribunal Disciplinario apreciará la gravedad de los hechos y de la infracción, los perjuicios causados con la misma, los antecedentes del investigado y las demás circunstancias que a su juicio fueren pertinentes.

Podrá imponerse a un investigado una o varias de las sanciones antes mencionadas de manera concurrente, respecto de los hechos relacionados en el pliego de cargos.

El incumplimiento de una sanción impuesta se considerará una falta disciplinaria. Para el caso de las personas naturales, el incumplimiento del pago de una multa dará lugar a una suspensión automática que operará en virtud del reglamento y que por tanto no requiere pronunciamiento alguno del Tribunal Disciplinario. Dicha suspensión operará desde el día siguiente a aquel fijado como límite para pagar la multa y hasta el día siguiente a aquel en que se cancele el monto adeudado.

## RESUELVE

**ARTÍCULO PRIMERO: Modificar** el artículo primero de la Resolución No. 4 del diecisiete (17) de agosto de 2017 y en su lugar imponer al señor DANIEL FERNANDO ARGÜELLES TANGARIFE las siguientes sanciones concurrentes: SUSPENSIÓN por el término de tres (3) meses, que comenzarán a contarse a partir del día hábil siguiente a aquel en que esta Resolución quede en firme, y MULTA equivalente a veintinueve millones quinientos ocho mil seiscientos ochenta (\$29'508.680), que corresponde a 40 SMLMV para 2017.

**ARTÍCULO SEGUNDO: Advertir** al señor DANIEL FERNANDO ARGÜELLES TANGARIFE que 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 la cuenta de ahorros del Banco Bancolombia número 03156939420 a nombre del Autorregulador del Mercado de Valores AMV (NIT 900.090.529-3).

Dicho pago deberá acreditarse mediante el envío del respectivo recibo de consignación o soporte de transferencia vía fax al número 3470328 o a través de correo electrónico a la dirección [apoveda@amvcolombia.org.co](mailto:apoveda@amvcolombia.org.co), dirigido a la doctora Adriana Poveda Ladino, Gerente de Gestión Financiera y de Recursos Físicos de AMV, indicando el nombre del sancionado, identificación, teléfono y dirección. El señor DANIEL FERNANDO ARGÜELLES TANGARIFE deberá informar lo mismo a la Secretaría del Tribunal Disciplinario.

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

**ARTÍCULO TERCERO: Advertir** a las partes que contra la presente Resolución no procede recurso, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 90 del Reglamento de AMV.

**ARTÍCULO CUARTO: Revocar** el artículo cuarto de la Resolución No. 4 del diecisiete (17) de agosto de 2017.

## NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE

**JAIME ALBERTO GOMEZ**  
PRESIDENTE

**JOSÉ MANUEL FERNÁNDEZ DE CASTRO**  
SECRETARIO