



16/13

23C

CONSEJO DE ESTADO
SALA DE LO CONTENCIOSO ADMINISTRATIVO
SECCIÓN CUARTA

Consejera Ponente: **MARTHA TERESA BRICEÑO DE VALENCIA**

Bogotá, D.C., veintiocho (28) de febrero de dos mil trece (2013)

Radicación: 25000-23-24-000-2004-00311-01 [17615]

Demandante: INTERBOLSA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA

Demandada: SUPERINTENDENCIA DE VALORES (HOY SUPERINTENDENCIA FINANCIERA)

Sanciones – Autoridades Nacionales

FALLO

La Sala decide el recurso de apelación interpuesto por la demandante contra la sentencia del 4 de septiembre de 2008, proferida por el Tribunal Administrativo de Cundinamarca, que negó las pretensiones de la demanda.

ANTECEDENTES

Entre los años 2001 y 2002, la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera), en desarrollo de sus funciones de inspección vigilancia y control, practicó visitas de inspección a INTERBOLSA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA¹.

En enero de 2003, la Superintendencia elaboró el acta de conclusiones de las visitas practicadas, correspondiente a los informes 357 y 358, del 20 y 24 de septiembre de 2002, respectivamente².

En la citada acta se le imputaron a INTERBOLSA S.A. las siguientes conductas:

- Atraso en los libros de comercio.
- Ausencia de orden cronológico en registros contables.
- No reconocimiento de hechos económicos en la contabilidad de la comisionista.

¹ Folios 172 a 258 y 260 a 267 del cuaderno 2 de antecedentes administrativos.

² Folios 302 a 340 del cuaderno 1 de antecedentes administrativos.

231

- Operaciones por cuenta propia no registradas en la contabilidad de INTERBOLSA S.A.
- Administración de portafolios de valores de terceros sin la debida autorización de la Superintendencia.
- Destino diferente a los dineros de los clientes.
- Administración de valores (ausencia de soporte escrito en las órdenes de reinversión de los clientes a quienes la firma administró recursos).
- Indebida aplicación de fondos del mandante.
- Realización de operaciones no representativas del mercado.

El 14 de febrero de 2003, la Superintendencia corrió traslado de la mencionada acta a INTERBOLSA S.A.³.

El 31 de marzo de 2003, la sociedad INTERBOLSA S.A. presentó escrito de explicaciones, en el cual solicitó la práctica de pruebas y aportó otras para que fueran tenidas en cuenta por la Superintendencia al momento de decidir⁴.

El 29 de mayo de 2003, la Superintendencia profirió el auto 0062, que negó la práctica de varias de las pruebas documentales y testimoniales solicitadas por la comisionista en su escrito de explicaciones⁵.

La decisión fue confirmada en reposición por auto 0075 del 13 de agosto de 2003⁶.

Mediante Resolución 679 del 22 de octubre de 2003, el Superintendente Delegado para la Inspección y Vigilancia del Mercado de la Superintendencia sancionó a INTERBOLSA S.A. en los siguientes términos:⁷

- Por el atraso en los libros de comercio impuso una multa de \$20'000.000.
- Por la ausencia de orden cronológico en registros contables fijó una multa de \$20'000.000.
- Por el no reconocimiento de hechos económicos en la contabilidad del comisionista impuso multa de \$40'275.732.

³ Folio 268 del cuaderno 1 de antecedentes administrativos.

⁴ Folios 355 a 438 del cuaderno 3 de antecedentes administrativos.

⁵ Folios 429 a 446 del cuaderno 3 de antecedentes administrativos.

⁶ Folios 150 a 160 del cuaderno 1 de antecedentes administrativos.

⁷ Folios 1 a 35 del cuaderno 2 de antecedentes administrativos.

- 232
- Por la realización de dos operaciones por cuenta propia no registradas en la contabilidad fijó una multa de \$40'275.732, por cada una.
 - Por las infracciones correspondientes a (i) destino diferente de los dineros de los clientes, (ii) ausencia de soporte escrito de las órdenes de reinversión emitidas por los clientes, (iii) indebida aplicación de fondos del mandante y (iv) operaciones no representativas del mercado, impuso la suspensión, por el término de tres (3) días, de la inscripción como intermediario en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

El 29 de octubre de 2003, INTERBOLSA S.A. interpuso recurso de reposición contra la resolución sancionatoria. En ese recurso solicitó pruebas, que fueron rechazadas por auto 113 del 27 de noviembre del 2003.⁸

La Superintendencia, mediante Resolución 0827 del 5 de diciembre de 2003, revocó la sanción de ausencia de orden cronológico de los registros contables por valor de \$20'000.000 y aclaró que la suspensión de la inscripción tendría lugar los días 22, 23 y 24 de diciembre de 2003. En lo demás, confirmó el acto.

DEMANDA

En ejercicio de la acción prevista en el artículo 85 del Código Contencioso Administrativo, INTERBOLSA S.A. demandó la nulidad de las Resoluciones 0679 del 22 de octubre de 2003 y 0827 del 5 de diciembre de 2003 expedidas por la Superintendencia de Valores. A título de restablecimiento del derecho pidió que se ordenara el reembolso de las multas pagadas a la demandada en virtud de los actos acusados.

Como primeras pretensiones subsidiarias pidió (i) que se revocara la sanción de suspensión de la inscripción como intermediario en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios para que en su lugar se le imponga una multa, (ii) que se reforme al artículo primero de la Resolución sancionatoria acusada de manera que se limite el monto total de las multas a la suma de \$40'275.732.

Como segundas pretensiones subsidiarias pidió que se reduzca el valor de las multas de acuerdo con principios de razonabilidad, proporcionalidad e igualdad, de la siguiente manera: por el atraso en los libros de comercio, que se reduzca la multa a una cuarta parte de la sanción impuesta "o en la proporción que el despacho considere". Y, por el no reconocimiento de hechos económicos en la

⁸ Folios 161 a 169 del cuaderno 2 de antecedentes administrativos.

233

contabilidad, que se limite la sanción a una sola multa por valor inferior a \$40'275.732⁹.

Invocó como normas violadas las siguientes:

- Artículos 6, 13, 29 y 121 de la Constitución Política.
- Artículo 6 de la Ley 27 de 1990.
- Artículo 36 del Código Contencioso Administrativo.
- Artículo 1602 del Código Civil.
- Artículo 187 del Código de Procedimiento Civil.
- Literal c) del numeral 3) del artículo 12 de la Ley 32 de 1979.

1) Violación al debido proceso en materia probatoria

La Superintendencia de Valores violó el debido proceso en la expedición de los actos impugnados, por las siguientes razones:

i) Los actos administrativos se fundamentaron en pruebas practicadas por los funcionarios de la Superintendencia sin la audiencia y participación de INTERBOLSA S.A. Lo anterior, porque en las visitas practicadas por la demandada, se recibieron declaraciones de terceros sin la participación de los abogados de INTERBOLSA S.A. y, por ende, se violó el principio de contradicción.

ii) La Superintendencia no valoró todas las pruebas practicadas. Ello, porque solo tuvo en cuenta aquellas que **"le resultaban convenientes"**, como algunos testimonios en los que se manifestó que se había otorgado el consentimiento para la realización de las operaciones de compra y venta de acciones de INTERBOLSA.

Además, la demandada desconoció el artículo 187 del Código de Procedimiento Civil, al no tener en cuenta las copias de las órdenes de compra de acciones de INTERBOLSA S.A., aportadas con la contestación de la demanda.

Las pruebas con base en las cuales se impuso la sanción no fueron apreciadas en debida forma. Es el caso de las declaraciones de algunos de los clientes de INTERBOLSA S.A. en las que manifestaron que sí habían autorizado a la comisionista de bolsa para hacer inversiones en acciones en su nombre, y que para la Superintendencia decían todo lo contrario, es decir, que no habían dado esa autorización a INTERBOLSA S.A. También es el caso de la certificación

⁹ Folios 4 y 5 del cuaderno principal.

239

expedida por la Bolsa de Valores de Colombia S.A. según la cual **“...en ningún caso se generó puja en estas operaciones”** (refiriéndose a las operaciones objeto de cuestionamiento), pues fue ignorada por la Superintendencia de Valores, entidad que, a pesar de la citada certificación, concluyó que las operaciones no habían contado con un sustento validado por las fuerzas del mercado.

iii) La demandada no practicó todas las pruebas solicitadas por la comisionista. Lo anterior, porque algunas de las pruebas documentales y testimoniales que solicitó no fueron decretadas por la Superintendencia, sin que existiera justificación válida, razón por la cual le resultó imposible probar sus descargos. Se refiere la demandante al “Estudio de valoración de Interbolsa” que, según afirma, demostraba que el precio de las transacciones fue adecuado, y al testimonio de Daniel Niño que estaría encaminado a sustentar técnicamente los argumentos de defensa de INTERBOLSA S.A.

También aludió a los oficios que se le negaron para verificar si con la sanción impuesta se había violado el principio de igualdad.

2) **Violación de los principios de razonabilidad y proporcionalidad. Atraso en los libros de comercio**

La Superintendencia desconoció el principio de razonabilidad pues aunque INTERBOLSA presentó **“un breve atraso en su contabilidad”**, la sanción era improcedente dado que no se afectaron la confianza pública y la seguridad del mercado de valores, pues se respetó la veracidad de los registros contables.

Además, la Superintendencia desconoció el principio de proporcionalidad porque impuso una multa de \$20'000.000, que equivale a la mitad del monto máximo posible, a pesar de que la infracción no revestía gravedad ni peligro respecto de la seguridad del mercado de valores¹⁰.

3) **Nulidad de la sanción por no reconocimiento de hechos económicos en la contabilidad de la comisionista**

Según la Superintendencia la actora no registró en su contabilidad ciertos préstamos efectuados a sus empleados, como consta en el numeral 2.1.1.4.3. del informe de visita 358 de 2002.

¹⁰ Sobre el principio de razonabilidad, ció la sentencia C-530 de 2003, de la Corte Constitucional.

235

Los empleados mencionados por la Superintendencia contrajeron créditos con el Banco de Occidente para adquirir las acciones de INTERBOLSA S.A. A su vez, INTERBOLSA S.A. pagó los créditos de sus empleados con la entidad financiera con cargo a las bonificaciones causadas por su relación laboral.

Como INTERBOLSA S.A. no se subrogó en los créditos del Banco de Occidente, no debía registrar en su contabilidad una obligación a cargo de los empleados.

La operación celebrada con los empleados no fue un contrato de mutuo, pues no hubo consentimiento para su celebración, ni se cumplieron los requisitos esenciales de dicho tipo de acuerdo. Por ello, la obligación no apareció en la contabilidad de la actora, tampoco se realizó la restitución de los dineros, ni fueron exigidos; en consecuencia, era improcedente la sanción impuesta.

4) Operaciones por cuenta propia no registradas en la contabilidad de INTERBOLSA S.A.

La Superintendencia sancionó a INTERBOLSA S.A. con dos multas, cada una de \$40'275.732, por falta de registro contable de operaciones realizadas por cuenta propia.

Los actos están falsamente motivados porque la Superintendencia dio por demostrado que dos operaciones realizadas por INTERBOLSA por cuenta de un tercero (la Universidad la Gran Colombia), habían sido efectuadas en realidad como operaciones propias.

Se trata de dos operaciones, que se pueden explicar así:

Operación de compra a futuro de diciembre 19 de 2001

Para la Superintendencia, INTERBOLSA S.A. pactó con la Universidad la Gran Colombia una operación de compra a plazo o "forward" de títulos TES TRM, con el compromiso de la Universidad de comprar el 19 de junio de 2002 US\$5'500.000 por valor de \$14.508'421.435. En el mismo día, los títulos se venderían a un tercero, con una utilidad derivada de la diferencia del precio de compra de los títulos (convenida con anticipación) y el precio de venta (vigente al momento de la venta). Según la demandada, la Universidad se limitó a prestar su nombre, operación que en el mundo bursátil se conoce como "vuelteo".

236

No obstante, como la compra a plazos u operaciones "forward" de títulos fue hecha por la Universidad y no por INTERBOLSA, esta no debía registrar la operación como propia, pues, además de no cobrar comisión, de la declaración rendida por el Director del Fondo Unigram de la Universidad la Gran Colombia, se concluye que la transacción fue concebida para que dicha Universidad obtuviera un beneficio económico, con lo cual la transacción y el riesgo fueron asumidos por el inversionista, sin que influyera que la comisionista adquiriera el compromiso de buscar un comprador de los TES en la fecha de cumplimiento.

La demandada interpretó indebidamente la declaración del Gerente del Fondo Unigram, quien explicó la modalidad, condiciones y riesgos de la operación asumidos por la Universidad.

Vuelta Forward del 27 de febrero de 2002

El día 27 de febrero de 2002, la Universidad la Gran Colombia contrajo el compromiso de comprar en fecha futura (20 de marzo de 2002), la suma de US\$2'000.000, por un precio de \$4.636'000.000. Esa transacción efectivamente se realizó y el 20 de marzo de 2002 se vendieron los mismos US\$2'000.000, pero a un precio inferior (\$4.549'060.000). Es decir, que se presentó una pérdida para la Universidad de \$86'940.000.

La Superintendencia sostuvo que INTERBOLSA realizó unas operaciones posteriores (abril de 2002) que tuvieron como finalidad reembolsar a la Universidad la pérdida que había sufrido en la operación del 20 de marzo.

Sin embargo, los pagos hechos simplemente son el resultado del conjunto de operaciones realizadas por la Universidad y no como lo entendió la Superintendencia de Valores, entidad para la que ese pago de \$332.255 correspondía a un **"reconocimiento por las tres vueltas del 4 de abril"**. INTERBOLSA S.A. no efectuó ninguna remuneración a la Universidad por las operaciones, sino que trasladó la utilidad que ella había recibido, descontada la pérdida anterior.

5) **Violación del artículo 1602 del Código Civil**

Los actos acusados desconocieron el artículo 1602 del Código Civil, ya que la interpretación hecha por la Superintendencia implica dar por sentado que hubo una simulación en las transacciones efectuadas por la Universidad la Gran Colombia, simulación que sólo puede ser declarada por un funcionario judicial.

237

6) Violación del principio del *non bis in idem*

La demandada violó el principio del *non bis in idem*, pues, por no registrar en su contabilidad operaciones propias, multó dos veces a la comisionista sin considerar que la norma no fue diseñada para sancionar por cada operación de forma independiente.

7) Falsa motivación. Sanción por vulneración de normas sobre utilización de recursos de los clientes

En criterio de la Superintendencia, la violación de las normas sobre utilización indebida de recursos de los clientes obedeció a: i) destinación diferente de los dineros de los inversionistas, ii) ausencia de soporte escrito de las órdenes de reinversión emitidas por los clientes y iii) indebida aplicación de fondos del mandante.

i) Destinación diferente de los dineros de los inversionistas

El artículo 5° de la Circular 009 de 1998, expedida por la Superintendencia de Valores, establece que las sociedades comisionistas de bolsa deben mantener las sumas de dinero que hayan recibido de los clientes exclusivamente en caja o en bancos.

El artículo 1271 del Código de Comercio prohíbe al mandatario emplear en sus propios negocios los fondos que le suministre el mandante.

La Superintendencia consideró que parte de los dineros recibidos por INTERBOLSA no se mantuvieron ni en caja ni en bancos.

No obstante, los hechos encontrados por la Superintendencia fueron malinterpretados, pues todos los dineros de clientes ingresan al patrimonio de la sociedad, que se hace propietaria de los recursos y adquiere la obligación de invertirlos de acuerdo con las instrucciones dadas por el cliente y de restituirlos de acuerdo con el resultado de la inversión.

En este caso, todos los dineros recibidos fueron "*empleados en las transacciones encomendadas por sus clientes*".

238

ii) Ausencia de soporte escrito de las órdenes de reinversión emitidas por los clientes a quienes la firma administraba valores

A pesar de que dentro del curso de la actuación administrativa se aportaron la mayoría de las autorizaciones escritas dadas por los clientes para reinvertir sus rendimientos en acciones de la compañía, la Superintendencia no las tuvo en cuenta y decidió imponer la multa por el monto máximo permitido.

Además, la inversión fue conservadora y garantizaba los mínimos de rentabilidad pretendidos por los clientes, sin que necesariamente fuera en papeles de renta fija, los cuales tampoco aseguraban en un 100% la inversión, pues estaba sujeta a circunstancias del mercado como la inflación.

Los clientes de INTERBOLSA S.A. fueron quienes autorizaron la realización de las operaciones ejecutadas, cuyos soportes son las cartas de autorización puestas a disposición de la Superintendencia y las órdenes de compra allegadas con la demanda.

La demandada no valoró las autorizaciones aportadas por la actora durante la actuación administrativa, y la decisión se basó en la revisión documental a los extractos de los clientes. Igualmente, para graduar la sanción desconoció la existencia de la mayoría de las autorizaciones, sin que, de otra parte, se hubiera probado que las supuestas imputaciones comprometieron la seguridad del mercado público de valores.

iii) Indebida aplicación de fondos del mandante

La Superintendencia impuso la sanción con fundamento en que INTERBOLSA habría destinado recursos de clientes a financiar operaciones que no correspondían a las inicialmente fijadas por los inversionistas.

No obstante, esto no es cierto, pues las inversiones fueron conservadoras y seguras y garantizaban los mínimos de rentabilidad pretendidos por los clientes.

8) Ausencia de infracción a la seguridad del mercado de valores

La Superintendencia de Valores no demostró que las supuestas infracciones cometidas por INTERBOLSA hubieran comprometido la seguridad del mercado.

239

9) Violación del artículo 29 de la Constitución Política

La demandada desconoció el principio de tipicidad del artículo 29 constitucional, por falta de definición legal o reglamentaria del concepto "violación de la seguridad del mercado".

Por ello, la Superintendencia no podía determinar por sí misma y luego de la ocurridos los hechos objeto de investigación, cuáles eran las conductas contrarias a la seguridad del mercado.

10) Falta de competencia. Sanción por operaciones no representativas del mercado

La Superintendencia de Valores no tiene competencia para imponer sanciones por la realización de operaciones no representativas del mercado, ya que este es un concepto que no está definido en la ley. Por ende, al no existir definición legal, *"los actores del mercado no tienen la posibilidad de determinar su conducta sabiendo previamente a su realización cuál es la consecuencia de sus actos"*.

No es posible acudir a la experiencia común, ya que, a diferencia de otros fenómenos, no existe un entendimiento general de lo que es una operación no representativa del mercado y si bien es cierto, el numeral 4° del artículo 8° del Decreto 1172 de 1980 prohíbe a las sociedades comisionistas de bolsa realizar operaciones que no sean representativas del mercado, la norma debe interpretarse en el sentido de que la Superintendencia es competente para imponer la sanción, pero no para determinar si la operación es o no representativa del mercado.

11) Falsa motivación. Inexistencia de operaciones no representativas del mercado

En esencia, no se cumple ninguno de los presupuestos para que pueda entenderse que las operaciones realizadas por INTERBOLSA eran no representativas del mercado. Ello, porque las operaciones fueron consecuencia de la libre acción de la oferta y la demanda, el precio de la acción de INTERBOLSA

240

se formó libremente y las operaciones realizadas eran de inversiones a corto plazo, no de "fondeos", como las llamó la Superintendencia de Valores.

Sobre el último aspecto, la Superintendencia entendió que la compra de acciones obedeció a sucesivos "fondeos", sin que se supiera el significado de dicha conducta ni qué relación tenían los hechos con la infracción endilgada, pues no indicó cuál fue la conducta desplegada y su relación con la obtención de recursos de terceros para su préstamo. Además, para el caso de las acciones de INTERBOLSA S.A., la aplicación de la teoría de análisis financiero aconsejaba la realización de operaciones a corto plazo, según el perfil de los clientes, pues existía un período para obtener buenos retornos, los cuales eran reinvertidos.

12) Desproporción de las sanciones

La demandada vulneró el artículo 6 de la Ley 27 de 1990, que establece como tope máximo de las sanciones la suma de \$40'275.372, ya que mediante los actos administrativos acusados impuso a la demandante una multa de \$140'827.196.

El tope máximo aludido se debe aplicar por cada proceso sancionatorio y no por cada infracción.

La sanción de suspensión de la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios por el término de tres días no fue adecuada al logro de los fines del poder de policía de la demandada, ya que se hubiera podido remplazar por una multa que hubiera producido los mismos efectos sin afectar la actividad de la firma.

13) Violación del principio de igualdad

La Superintendencia violó el principio de igualdad por cuanto ningún comisionista de bolsa había sido suspendido anteriormente del registro bursátil de valores, a pesar de que otros agentes incurrieron en conductas similares a las supuestamente cometidas por la actora. Y a ningún vigilado se le habían impuesto sanciones por cada infracción, que, consideradas en su conjunto, superaran la cuantía máxima consagrada en la ley.

241

CONTESTACIÓN DE LA DEMANDA

1) Violación del debido proceso en materia probatoria

- Práctica de pruebas testimoniales sin audiencia y participación de INTERBOLSA

En el trámite sancionatorio existen dos actuaciones administrativas diferentes, que son la visita y la investigación. La primera, tiene por objeto verificar si los agentes del mercado desarrollan su actividad conforme a la regulación del sector, determinar la eventual existencia de infracciones al régimen legal e identificar los posibles infractores. Por ello, la necesidad de practicar las pruebas necesarias que justifiquen o no el inicio de una investigación formal.

La calidad de investigado se adquiere una vez formulado el pliego de cargos, a partir del cual se vincula a la comisionista, quien tiene el derecho a controvertir las pruebas existentes y a solicitar en su defensa las que estime pertinentes.

Según la sentencia C-599 de 1992 de la Corte Constitucional, en toda actuación administrativa sancionatoria se pueden identificar cuatro etapas: una de instrucción (o diligencias previas), otra de formulación de cargos, otra de pruebas y, finalmente, la de fallo. Solo las etapas posteriores a la de instrucción están sometidas a los principios de publicidad y contradicción, ya que la etapa inicial resulta conveniente adelantarla con sigilo, inteligencia y reserva.

Por lo anterior, los testimonios que se reciben en las visitas preliminares no deben necesariamente practicarse con la participación del investigado, aunque, de todas maneras, esos testimonios pudieron ser conocidos y controvertidos dentro de la actuación, con los recursos propios de la vía gubernativa.

- Valoración de la totalidad de las pruebas recaudadas

Al momento de decidir se tuvieron en cuenta las explicaciones de INTERBOLSA y las pruebas practicadas y valoradas, teniendo en cuenta el principio de la sana crítica.

242

- **Práctica de pruebas solicitadas por la comisionista**

Dentro de la actuación administrativa se negaron dos pruebas solicitadas por la comisionista: el testimonio de Daniel Niño Tarazona y el estudio de valoración de INTERBOLSA.

El testimonio se negó debido a que se trataba de una persona que no tenía conocimiento directo de los hechos. Y el estudio de valoración se negó porque no era pertinente ni útil, ya que se trataba de un estudio con proyecciones futuras y con base en información reservada, mas no relacionada con el precio de la acción, que era lo que se discutía en la actuación administrativa.

Además, no se aceptó que se oficiara a la División de Registro de la Superintendencia, porque cada investigación que adelanta esa entidad es independiente y está rodeada de circunstancias de tiempo, modo y lugar diferentes.

2) Legalidad de la sanción por atraso en los libros de comercio

El hecho de no haber efectuado los registros contables por parte de la sociedad comisionista se tradujo en la ausencia de información veraz, oportuna y suficiente para el mercado, los inversionistas y el público en general. Por ende, la sanción si atendió el principio de razonabilidad.

Del informe de visita se concluyó que el libro de órdenes y de operaciones estaba atrasado 16 días; el libro mayor y balances, tres meses y el libro diario, tres meses.

3) Legalidad de la sanción por el no reconocimiento de los hechos económicos en la contabilidad de la comisionista

Dentro de la actuación administrativa se demostró que INTERBOLSA pagó créditos de empleados de la firma, créditos que habían sido adquiridos con el Banco de Occidente, y que posteriormente INTERBOLSA concedió préstamos a esos mismos empleados. Esas operaciones no fueron registradas en la contabilidad de la sociedad, como se corrobora con varias declaraciones testimoniales.

Es decir, que el pago que hizo INTERBOLSA de los créditos tomados por los empleados con el Banco de Occidente, originó una deuda de los trabajadores a favor del empleador que se atendería con comisiones futuras, operación que la demandante registró en la contabilidad el 23 y 24 de enero de 2002 como una cuenta del activo.

INTERBOLSA S.A. registró en su contabilidad, primero una cuenta activa, por los pagos que hizo en nombre de sus empleados por deudas de estos con el Banco de Occidente. En las mismas fechas, pagó la cuenta del activo sin mediar pago de los empleados, y afectó el estado de resultados al llevar al gasto dicha operación, sin dejar registro contable de los créditos, sus deudores y los valores por cancelar contra producciones futuras (numeral 2.1.1.4.3. del informe de visita 358 de 2002).

La falta de registro contable de la operación de crédito no fue desvirtuada por la comisionista, cargo soportado en varios testimonios, así como en la contabilidad de la actora.

Respecto de la falta de los elementos esenciales del contrato de mutuo, reiteró lo afirmado en la Resolución 0827 de 2003 cuando manifestó que *"... es de observar la presencia verificada e incuestionable de estos elementos: se entregó en préstamo cosa fungible a título oneroso, quedando vigente la obligación de pago. Así se advierte en el desembolso de una suma de dinero por parte de INTERBOLSA S.A. aplicada a la cancelación del crédito a cargo de los empleados y a favor del Banco del Occidente, con la consiguiente subrogación en cabeza de la firma comisionista de los respectivos derechos y obligaciones, las cuales se mantuvieron a cargo de los empleados para pago contra sus producciones futuras..."*

La actora desconoció el artículo 4 del Decreto 2649 de 1993, que exige que la información contable sea clara, precisa y verificable, pues, la supuesta bonificación causada que se arguyó en la demanda no tenía soporte contable que permitiera su verificación.

4) Operaciones por cuenta propia no registradas en la contabilidad de INTERBOLSA

Las operaciones de compra a futuro (19 de diciembre de 2001) y "vuelta forward" (27 de febrero de 2002) fueron realizadas por cuenta y riesgo de INTERBOLSA y no de la Universidad la Gran Colombia, aunque se pretendió mostrar que era al revés.

249

Como prueba de lo anterior, aduce la Superintendencia:

- 1) Era INTERBOLSA quien debía encargarse de conseguir el cliente para venderle los títulos en la fecha de cumplimiento de la operación.
- 2) El riesgo que asumió la Universidad estaba ligado a eventos como que para el día de cumplimiento de la operación la comisionista no existiera o que no le ayudaran a vender el título.
- 3) Por los riesgos asumidos por la Universidad, se pactó que INTERBOLSA le reconocía la Universidad la suma de \$54'014.190,80.
- 4) El riesgo de la operación de venta de los títulos fue asumido por INTERBOLSA.

Además, INTERBOLSA tenía un compromiso de compra a futuro que no se encontraba registrado en su contabilidad sino que aparecía en cabeza de la Universidad la Gran Colombia y por tal servicio le entregó a la institución \$54'014.190,80, pago que no tiene explicación distinta, toda vez que lo razonable es que los clientes paguen a las firmas de bolsa y no al contrario.

Respecto de la denominada "vuelta forward" del 27 de febrero de 2002, fue más evidente la posición en cuenta propia de INTERBOLSA, ya que en la primera operación (20 de marzo de 2002), se produjo una pérdida de \$86'940.000 y mediante otras operaciones del 4 de abril del mismo año, se produjo una ganancia de \$87'272.255, se compensaron una con la otra y se entregó finalmente el excedente de \$332.255 a la Universidad.

5) Violación del artículo 1602 del Código Civil

La vinculación de las partes en el contrato no impide que la entidad haga cumplir las normas sobre el mercado público de valores.

6) Violación del principio del *non bis in idem*

No se violó el referido principio porque cada sanción obedeció a dos operaciones "bursátiles" diferentes, con hechos autónomos e independientes. La primera, fue una transacción a plazo con fecha de cumplimiento al 19 de diciembre de 2001 y,

245

la segunda, una transacción de derivados del 27 de febrero de 2002, ambas por cuenta propia de la firma comisionista no registradas en su contabilidad.

Además, según el artículo 6 de la Ley 27 de 1990, el valor máximo de la sanción corresponde a cada operación.

7) Sanción por vulneración de normas sobre utilización de recursos de los clientes

i) Destinación diferente de los dineros de los inversionistas

El hecho de que se manejen los recursos mediante el sistema de unidad de caja y que el dinero sea un bien fungible no desvirtúa la obligación que tienen los comisionistas de mantener separados los recursos de los clientes, de las demás líneas de negocio. Por ende, INTERBOLSA utilizó los dineros de los clientes en sus propios negocios.

ii) Ausencia de soporte escrito de las órdenes de reinversión emitidas por los clientes

De las 50 operaciones revisadas, en los archivos de INTERBOLSA solamente se encontraron 9 soportes escritos. Además, a lo largo de la actuación administrativa nunca se allegaron las órdenes faltantes.

Esa falencia no puede subsanarse con la entrega de 173 autorizaciones expedidas y autenticadas en los años 2003 y 2004, es decir, 1 y 2 años luego de que INTERBOLSA S.A. realizó las operaciones.

Respecto de la disminución de la sanción por la presentación de algunas de las órdenes de inversión, dijo que bastaba la falta de una de ellas para imponer la sanción, pues la infracción se predicaba por la falta de un documento que sirva de soporte escrito y no por su cantidad.

iii) Indebida aplicación de fondos del mandante

Los hechos convergen en indicar que, además de no brindar información suficiente a los inversionistas, INTERBOLSA destinó fondos de los mandantes en

246

su proceso de capitalización. Así, INTERBOLSA efectuó inversiones contrariando las políticas de inversión señaladas por los clientes.

Los continuos e injustificados fondeos obedecieron a que las operaciones de compra y venta de las acciones emitidas por Interbolsa S.A., registradas a nombre de sus clientes como transacciones definitivas, eran operaciones a favor de los accionistas de INTERBOLSA quienes se apalancaron para suscribir las acciones, aumentar el capital de la comisionista en \$1.500.000.000 y cumplir los requisitos patrimoniales para ser aspirante a creador de mercado.

La operación de fondeo consistió en la compra y venta sucesiva de acciones de Interbolsa S.A. con las cuales cubría los respectivos vencimientos e involucraba los recursos de otros clientes que se convertían temporalmente en accionistas, y así sucesivamente, lo cual fue posible porque la actora actuó como comisionista. Tales transacciones permitieron un crecimiento sostenido pero artificial del volumen y precio de la acción.

8) Ausencia de infracción a la seguridad del mercado

La suspensión de la inscripción en el registro de valores obedeció a la realización de conductas que vulneraron el orden público económico y pusieron en peligro la seguridad del mercado de valores, la administración de recursos y la indebida aplicación de fondos de los clientes, en desmedro de la confianza depositada por los inversionistas en Interbolsa S.A.

9) Violación del principio de tipicidad

No se violó el principio de tipicidad pues INTERBOLSA desconoció el literal c) del numeral 3 del artículo 12 de la Ley 32 de 1979, y comprometió la seguridad del mercado de valores, cuya sanción era la suspensión de la inscripción en el Registro Nacional de Intermediarios.

10) Falta de competencia. Sanción por operaciones no representativas del mercado

Contrario a lo que se afirma en la demanda, el numeral 4° del artículo 8° del Decreto 1172 de 1980 faculta a la Superintendencia de Valores para determinar, qué conductas constituyen "operaciones no representativas del mercado".

247

Respecto de la sentencia C-406 de 2004 de la Corte Constitucional, según la cual la expresión "*a juicio de la Comisión Nacional de Valores*", que contiene la norma que se acaba de citar, se refiere a que previamente al hecho o acto objeto de investigación, la Superintendencia haya establecido de manera general los criterios técnicos y especializados con los cuáles determinará qué es una operación no representativa del mercado, dicha sentencia produce efectos hacia el futuro y, en el presente caso, cuando la sentencia fue dictada (4 de mayo de 2004) ya los actos administrativos acusados habían sido proferidos (los actos son de octubre y diciembre de 2003).

11) Inexistencia de operaciones no representativas del mercado

Las operaciones realizadas por INTERBOLSA S.A. en el periodo señalado no correspondieron a reales transacciones de compra y venta de acciones. Todo obedeció a un mecanismo utilizado por la comisionista, consistente en la realización de sucesivos fondeos que iba cubriendo en los respectivos vencimientos utilizando recursos de otros clientes, que se convertían temporalmente en accionistas, y que así sucesivamente cubrían los compromisos a su vencimiento. Lo anterior habría ocasionado que el precio de la acción tuviera un crecimiento sostenido pero artificial.

No hay lugar a dudas sobre la existencia de un preacuerdo sobre el precio de la acción (folios 246 a 273), pues según varios testimonios, el valor fue fijado por la comisionista y aceptado por los empleados, familiares de estos y algunos clientes, en forma previa a su emisión. Es decir, no hubo puja.

Las supuestas compras y ventas definitivas de acciones que INTERBOLSA registró a nombre de sus clientes realmente correspondían a operaciones de fondeo cuyos beneficiarios fueron los propios accionistas de la sociedad, quienes recurrieron a apalancarse a través de esas operaciones para suscribir acciones emitidas por INTERBOLSA y así incrementar su capital.

12) Desproporción de las sanciones impuestas

En esencia, dice la Superintendencia que el límite de las sanciones era, para la época de los hechos, la suma de \$40'000.000, que deben entenderse por cada una de las infracciones y no por cada actuación administrativa.

13) Violación del principio de igualdad

La sanción que se impuso a INTERBOLSA S.A. tuvo como fundamento aspectos fácticos y jurídicos propios y particulares que no podían ser imputados a otros agentes del mercado. Como cada conducta es diferente, la consecuencia también lo es, lo cual no es violatorio del principio de igualdad.

SENTENCIA APELADA

El Tribunal negó las pretensiones de la demanda por los siguientes motivos:

1) Violación al debido proceso

No está demostrado que INTERBOLSA hubiera sido excluida de participar en la recepción de declaraciones. Solo aparece la mención del declarante y los extractos de determinadas preguntas y respuestas, pero de dichos extractos no puede colegirse quiénes participaron en la diligencia.

Las preguntas formuladas se adecuaron al objetivo de la investigación y se oyó la declaración del representante legal de INTERBOLSA.

No hubo una inadecuada valoración de las pruebas, pues de la lectura de las diferentes piezas de la actuación administrativa se llega a la conclusión de que la demandada realizó inferencias lógicas a partir de los testimonios y que no había prueba que comprometiera la presunción de legalidad de los actos administrativos acusados.

Respecto de la negativa a practicar las pruebas solicitadas por INTERBOLSA en la vía gubernativa, el Tribunal dijo que la prueba testimonial había sido bien denegada, *"ya que la sola idoneidad técnica del testigo no lo convierte en idóneo para efectos de un determinado proceso"* pues no tuvo conocimiento directo de los hechos.

209

Frente al estudio de valoración, sostuvo que correspondía a un periodo diferente al de los hechos investigados. Y, respecto de varios oficios, el Tribunal los consideró inconducentes, debido a que el hecho de que no se hayan impuesto sanciones a otras sociedades comisionistas de bolsa por las mismas infracciones que se le imputaron a INTERBOLSA no constituye violación del derecho a la igualdad.

2) Infracción de las normas en que deberían fundarse los actos demandados. Atraso en los libros de comercio

El *a quo* desestimó el cargo porque el atraso en los libros contables impide garantizar la transparencia y seguridad del mercado de valores, pues la Superintendencia no contó con información fidedigna en las visitas realizadas, ya que las operaciones no se registraron en la contabilidad dentro del mes siguiente a su realización y presentaban un atraso de 3 meses, con lo cual se afectó la función de inspección y vigilancia del ente de control.

La multa de \$20.000.000 no fue desproporcionada porque fue la mitad del máximo legal. En el caso de haberse impuesto la sanción máxima, no habría diferencia, porque fueron graves los riesgos para el mercado de valores por la ausencia de un sistema de información claro y actualizado, del cual hacía parte la contabilidad de la comisionista.

3) Falsa motivación pues no era necesario registrar en la contabilidad ciertos hechos económicos. Créditos a los trabajadores

Las declaraciones rendidas demuestran que INTERBOLSA sí concedió crédito a sus empleados. Por ende, la falsa motivación invocada por la demandante no quedó demostrada.

INTERBOLSA no podía afirmar que pagó unas acreencias laborales que tenía con sus empleados, pues, a estos les concedió unos créditos respaldados con pagarés, según la declaración de Carlos Alberto García, operación no registrada en la contabilidad de acuerdo con el informe de visita 358 de 24 de septiembre de 2002.

4) Falsa motivación consistente en el no registro de operaciones propias

Con las operaciones "forward" hechas por INTERBOLSA, la Universidad la Gran Colombia nunca asumió riesgo alguno. Prueba de ello es que esas operaciones no fueron registradas en la contabilidad de la Universidad. Además, según la

250

declaración de Juan Carlos Osorio Echeverri, gerente del Fondo Unigran de la Universidad, por los riesgos que asumía la Universidad, esta recibiría una comisión por algo más de \$54'000.000.

Es decir, que en realidad el riesgo estaba cubierto con anticipación mediante la comisión reconocida a la Universidad por parte de INTERBOLSA.

No hubo falsa motivación de los actos por cuanto la demandante realizó transacciones en las que tenía la condición de operadora real y debía asumir una posición propia, y no a través de un tercero (Universidad Gran Colombia).

5) Violación del principio del *non bis in idem*

No se violó este principio porque cuando se trata de varias conductas que son separables, se pueden imponer varias multas. De lo contrario, se llegaría a la conclusión de que el infractor, luego de cometida la primera falta, "quedaría inmunizado" y la autoridad administrativa perdería su poder de control y vigilancia.

6) Violación de las normas en que deberían fundarse los actos impugnados, relativa a la indebida utilización de recursos de los clientes

A pesar de que el principio de unidad de caja es legítimo, lo que resultó cuestionable fue que los dineros de los clientes recibidos por la comisionista, no se encontraran contablemente en los rubros a los que correspondían.

No es que la contabilidad sea inmutable sino que el hallazgo del informe de visita 357 del 20 de septiembre de 2002, atañe al corte de julio de 2002, que arrojó un faltante o bien en la cuenta de caja o en la de bancos, sin que existiera correspondencia con el saldo de la cuenta a favor de clientes.

La exigencia de soporte escrito de las órdenes de reinversión dirigidas a la comisionista es una obligación impuesta en el artículo 2.2.7.2. de la Resolución 400 de 1995 expedida por la Superintendencia de Valores, reformado por el numeral 3 de la Resolución 708 de 1997, que no se puede cumplir con órdenes posteriores a la fecha de la transacción, y que la comisionista debía tener antes de realizar la operación.

La sanción de suspensión de la comisionista del Registro Nacional de Valores e Intermediarios en los días 22, 23 y 24 de diciembre de 2003 fue proporcionada, pues las operaciones en bolsa se ven reducidas por las festividades navideñas.

Para manejar los recursos de los clientes, la actora debió aplicar los artículos 1271 del Código de Comercio y 97 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, para que los inversionistas previamente autorizaran las transacciones, fueran informados de su desarrollo y de las reinversiones a realizar. La comisionista no podía desconocer las instrucciones del mandante, porque estas prácticas atentan contra la seguridad del mercado de valores, sin que tenga importancia que la operación hubiese dado utilidad.

7) Sanción por operaciones no representativas del mercado

El concepto de "operaciones no representativas del mercado" se deriva de *"las distintas estipulaciones que regulan el mercado de valores y la calificación de una situación concreta debe hacerse desde la perspectiva de la experiencia y el conocimiento de la autoridad administrativa que toma en consideración las variables y características del mercado en un momento dado"*.

Por ello, la calificación de las operaciones no fue caprichosa y la falta de definición legal del concepto "operaciones no representativas del mercado", no afecta el principio de tipicidad en materia sancionatoria.

Si bien el numeral 4° del artículo 8° del Decreto 1172 de 1980, fue declarado exequible por la Corte Constitucional (Sentencia C-406 de 2004), en el entendido de que previamente al hecho investigado la Superintendencia hubiera establecido, de manera general, los criterios para determinar qué es una operación no representativa del mercado, lo cierto es que las decisiones de exequibilidad producen efectos hacia el futuro.

8) Desproporción de las sanciones impuestas

El artículo 6 de la Ley 27 de 1990 faculta a la demandada para imponer multas sucesivas hasta por \$5'000.000 o un monto igual al valor de la operación realizada, si este fuere superior al citado valor o al valor indexado correspondiente.

La Superintendencia decidió imponer la sanción por un valor inferior al que le señalaba la norma, ya que debía haberlo hecho con el segundo parámetro, es decir, "hasta por un monto igual al valor de la operación realizada". En otras

palabras, *"la Superintendencia de Valores fue, incluso, laxa al imponer las sanciones"*.

RECURSO DE APELACIÓN

La demandante impugnó la sentencia por las siguientes razones:

1) Violación al debido proceso por desconocimiento del derecho de audiencia y defensa

Los actos acusados son nulos porque se basaron en unos testimonios que se rindieron con violación del debido proceso, dado que no estuvieron presentes los apoderados judiciales de la actora. En el acta de conclusiones de los informes N° 357 del 20 de septiembre de 2002 y 358 del 24 de septiembre del mismo año, al igual que el informe de visita 358 y el auto 75 de 13 de agosto de 2003, se concluye que las pruebas testimoniales se practicaron sin la presencia de los apoderados de INTERBOLSA, hecho que también reconoció la demandada.

No es cierta la conclusión a la que llegó el Tribunal según la cual no estaría demostrado que las declaraciones recibidas durante las visitas de la Superintendencia se hubieran practicado sin la presencia de la sociedad investigada. Para el efecto, citó la declaración de Alberto Mejía Puentes, exfuncionario de la Superintendencia y los alegatos de conclusión presentados por la misma entidad.

El hecho de que el representante legal de INTERBOLSA hubiera rendido declaración no desvirtúa la violación del derecho de defensa que se produjo como consecuencia de la ausencia de los abogados de la actora en las diligencias de declaración practicadas durante las visitas.

Si el Tribunal consideraba que era necesario contar con el texto completo de las declaraciones, debió decretar la prueba de oficio en tal sentido.

Indebida valoración de las pruebas practicadas

Ni el Tribunal ni la demandada valoraron las pruebas en conjunto según el principio de la sana crítica. En efecto, no tuvieron en cuenta que varios testigos

253

coincidieron en afirmar que voluntariamente aceptaron la realización de operaciones de compra y venta de acciones y que fueron informados de la naturaleza y riesgo de las operaciones.

Además, el Tribunal no valoró documentos en donde constan las copias de las cartas de órdenes de compra de las acciones de INTERBOLSA con fundamento en los contratos de administración de valores.

Ausencia de decreto de pruebas pedidas por INTERBOLSA

No es cierto que el testigo técnico Daniel Niño Tarazona no tuviera conocimiento de los hechos, pues estuvo vinculado a la demandante como asesor y conoció de la sanción impuesta.

Respecto del estudio de valoración, la prueba sí era necesaria, debido a que si bien es cierto que el estudio es anterior a la fecha de las operaciones objeto de investigación, constituyen su antecedente más próximo, pues se trataba, precisamente, de un estudio con proyecciones a futuro del valor de esa acción.

Por último, frente a la prueba consistente en oficiar a la División de Registro Nacional de Valores para que informara si durante los últimos cinco años se había impuesto sanción a otras sociedades comisionistas por hechos similares, dijo que con anterioridad a la expedición del acto acusado no se había impuesto sanción en idénticos términos y por los mismos hechos a ningún comisionista, lo que constituye violación del derecho a la igualdad.

2) Sanción por atraso en los libros de comercio

Esta sanción no procede puesto que con el atraso en los libros de comercio no se afectó la confianza pública en el mercado de valores.

El Tribunal incurrió en ambivalencias y contradicciones, por ejemplo, decir que aunque no hubo afectación directa de esa confianza, sí se pudo haber presentado de manera indirecta.

El atraso en los libros de comercio tampoco le impidió a la Superintendencia conocer la información requerida, ya que los asientos contables, según lo dispone el artículo 5° del Decreto 2649 de 1993, deben hacerse en los libros a más tardar

25A

en el mes siguiente a aquel en que se hubieren realizado las operaciones respectivas.

El retardo en el registro diario de las operaciones en el libro de órdenes, por las operaciones del 12 de agosto de 2002 y cuya anotación se realizó el 29 de agosto del mismo año, no afectó la transparencia, competitividad y seguridad del mercado público de valores, como el *a quo* concluyó de forma vaga.

El atraso en la actualización de los libros de órdenes y registro de operaciones no afectó la veracidad de los registros contables, ni puso en riesgo la confianza y la seguridad del mercado porque, además, estos no son libros de contabilidad.

Resulta desproporcionado imponer una sanción de \$20'000.000, equivalente a la mitad del monto máximo posible, por unos pocos días de atraso en la actualización de los libros de órdenes y operaciones.

3) No reconocimiento de hechos económicos en la contabilidad del comisionista

La apelante insistió en los argumentos expuestos en la demanda y reiteró que INTERBOLSA no concedió créditos a sus trabajadores, sino que pagó los créditos que estos tenían con el Banco de Occidente para adquirir las acciones de la actora, con cargo a bonificaciones ya causadas y no pagadas.

4) Operaciones por cuenta propia no registradas en la contabilidad de INTERBOLSA S.A.

Para desestimar el cargo, el Tribunal tuvo en cuenta el informe de visita 358 de 2002, que está viciado de nulidad porque la prueba se practicó sin la presencia de los apoderados judiciales de INTERBOLSA. El testimonio del director del Fondo Unigram de la Universidad La Gran Colombia corrobora que la Universidad fue quien realizó la operación de compra a futuro teniendo en cuenta la variación de la tasa representativa del mercado, con la aprobación del rector y para obtener un provecho económico, por lo cual la Universidad asumió el riesgo.

El resultado final de la operación efectuada con la Universidad la Gran Colombia es independiente a la asunción del riesgo. Es decir, lo que importaba para efectos de determinar si las operaciones habían sido realizadas por INTERBOLSA por cuenta y riesgo de la Universidad la Gran Colombia, era que esta última fuera consciente del riesgo que estaba asumiendo de pérdida o ganancia.

255

5) Violación del principio de *non bis in idem*

La demandada sancionó dos veces a la actora, con el monto máximo legal, por supuestamente no haber registrado en su contabilidad operaciones propias, a pesar de que debió imponer una sola multa, pues se trataba del mismo hecho.

6) Violación de las normas sobre la indebida utilización de recursos de los clientes

La demandante insistió en los argumentos de la demanda, esto es, que se desconoció el principio de unidad de caja y que el dinero es un bien fungible por lo que el depositario se convierte en dueño del mismo y que desarrolló el mandato recibido de los clientes.

INTERBOLSA aportó, por fuera del término de la visita administrativa, las autorizaciones de inversión dadas por los clientes y a pesar de ello la Superintendencia impuso la sanción.

La contabilidad no es inmutable y las sociedades comisionistas de bolsa no pueden mantener de manera continua y exacta las mismas sumas de dinero que reciben de sus clientes, ya que si eso fuera así no podrían desarrollar su objeto social pues no podrían efectuar transacciones con los dineros de los clientes.

El Tribunal concluyó que INTERBOLSA le dio un destino diferente al dinero de los clientes, pero no dijo a qué destino ni a qué clientes se refería. El hecho de que algunas sumas de dinero recibidas de los clientes no estuvieran en caja o en bancos, no significa que INTERBOLSA les hubiera dado un destino diferente.

El Tribunal consideró de manera errada que la sanción de suspensión de la inscripción en el Registro Nacional de Valores durante los días 22, 23 y 24 de diciembre de 2003 no era desproporcionada porque durante esos días el movimiento de compra y venta de títulos bursátiles era reducido, sin que existiera fundamento para hacer esa afirmación, ya que en esa época del año el volumen de transacciones es normal. En consecuencia, la suspensión le ocasionó graves perjuicios a la demandante, ya que todos los clientes se enteraron de la misma.

INTERBOLSA, en virtud del mandato conferido por los clientes realizó las operaciones bursátiles de manera segura y rentable y administró esos recursos

256

mediante operaciones bursátiles realizadas con el conocimiento que tiene del mercado público de valores.

Para el año 2003, INTERBOLSA tuvo una calificación de Duff and Felpheps y según el testigo Niño Tarazona las acciones de dicha sociedad eran una buena y conservadora inversión.

Además, la inversión en compra de acciones de la misma comisionista no está prohibida por la ley.

7) Nulidad de la sanción por operaciones no representativas del mercado

Señala el apelante que la sentencia de primera instancia desestimó el cargo aduciendo de manera equivocada que ya se había resuelto en consideraciones anteriores del mismo fallo, lo que constituye un yerro técnico por no pronunciarse sobre todas las pretensiones de la demanda.

De acuerdo con la sentencia C-406 de 2004 de la Corte Constitucional, para que la Superintendencia pudiera sancionar a un intermediario del mercado de valores por la realización de operaciones no representativas del mercado, debía haber fijado primero los criterios técnicos y especializados por medio de los cuales se pudiera determinar qué es una operación no representativa del mercado. En el caso bajo estudio, en el momento en que se impuso la sanción a INTERBOLSA, la Superintendencia no había fijado esos criterios. Si bien es cierto que las sentencias de la Corte Constitucional tienen efectos hacia el futuro, en virtud de la primacía constitucional pueden tener efectos retroactivos.

Las operaciones realizadas por INTERBOLSA fueron consecuencia de la libre acción de la oferta y la demanda, prueba de lo cual es el estudio denominado "DESCRIPTIVE MEMORANDO INTERBOLSA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA", en el que se mostraba la tasa de crecimiento esperada, el pago de dividendos esperados, el análisis del grado de riesgo y los tipos de interés del mercado. Además, la calificadora de riesgos Bank Watch Ratings de Colombia otorgó a INTERBOLSA la calificación de A+ para el año 2000.

257

8) Desproporción de las sanciones impuestas

Las sanciones que impuso la Superintendencia a INTERBOLSA desconocieron los artículos 3 y 29 de la Constitución Política y 6 de la Ley 27 de 1990 ya que el límite máximo permitido por la ley era de \$40'275.732 y la multa fue de \$140'827.196.

El Tribunal se equivocó al interpretar el artículo 6 de la Ley 27 de 1990, pues la demandada solo estaba facultada para imponer el máximo de la multa por cada proceso sancionatorio y no por cada cargo imputado.

Lo anterior es violatorio de los principios de legalidad, tipicidad, proporcionalidad y razonabilidad de las sanciones.

Además, la sanción de suspensión no fue adecuada al logro de los fines sancionatorios, porque se hubiera podido imponer una sanción de multa en su lugar.

ALEGATOS DE CONCLUSIÓN

La **actora** reiteró los argumentos de la demanda y del recurso. La **demandada** insistió en los planteamientos de la contestación de la demanda.

El **Ministerio Público** no emitió concepto.

CONSIDERACIONES DE LA SALA

La Sala decide si se ajustan a derecho los actos por los cuales, la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera) sancionó a la actora por distintas infracciones cometidas durante el 2001 y el 2002 con el pago de varias multas y con la suspensión, por tres días, de la inscripción como intermediario en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

En efecto, en virtud de la Resolución 679 de 22 de octubre de 2003, modificada parcialmente por la Resolución 827 de 5 de diciembre del mismo año, la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera), impuso a la actora las siguientes sanciones por las infracciones que se precisan a continuación:

258

Infracción	Sanción
• Atraso en libros de comercio	Multa de \$20'000.000
• No reconocimiento de hechos económicos en la contabilidad	Multa máxima \$40.275.372
• Dos infracciones por no registrar en la contabilidad operaciones por cuenta propia	Multa máxima \$40.275.372 por cada infracción
• Destino diferente a dineros de clientes • Ausencia de soporte escrito de las órdenes de reinversión emitidas por los clientes • Indebida aplicación de fondos del mandante • Operaciones no representativas del mercado	Sanción común de suspensión de la inscripción como intermediario en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios del 22 al 24 de diciembre de 2003

La Sala resuelve cada cargo en el orden planteado en el recurso de apelación.

1) Violación al debido proceso

Este cargo se subdivide en tres, así:

1.1) En las visitas la Superintendencia recibió declaraciones sin la audiencia y participación de INTERBOLSA

Según el apelante, el Tribunal afirmó erróneamente que no se demostró dentro del proceso que las declaraciones recibidas en el curso de las visitas practicadas por la Superintendencia se hubieran recibido sin la presencia de los apoderados de INTERBOLSA. Además, insistió en que dicha omisión generaba la nulidad de la prueba por violación del principio de contradicción y de los actos acusados.

Para la Sala, si bien es cierto que el Tribunal partió de una premisa equivocada, ello no varía en nada la decisión. En efecto, es verdad que dentro del expediente se encuentra suficientemente acreditado que las declaraciones rendidas dentro de las visitas que efectuó la Superintendencia a las dependencias de INTERBOLSA S.A., se llevaron a cabo sin la presencia del apoderado de esta sociedad.¹¹ De hecho, es una afirmación que la demandada nunca puso en tela de juicio. No obstante, esa omisión no genera, en este caso, violación del debido proceso ni mucho menos la nulidad de los actos administrativos sancionatorios.

¹¹ Folios 235 a 246 y 262 a 281, del cuaderno 1 de antecedentes administrativos.

El artículo 29 de la Constitución Política prevé que el debido proceso debe aplicarse a toda clase de actuaciones judiciales y administrativas. También dispone el derecho a la defensa y el derecho a controvertir las pruebas que se alleguen en contra de toda persona. Y, dice que es nula de pleno derecho la prueba obtenida con violación del debido proceso.

Para el caso concreto de las Superintendencias y demás entidades del Estado que cumplen funciones de inspección, vigilancia y control, como es el caso de la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera), es evidente que por la naturaleza y características de sus funciones, dichas entidades están obligadas a recaudar información proveniente de las entidades sobre las cuales ejercen esa inspección, vigilancia y control.

Aunque buena parte de esa información es remitida por las mismas vigiladas, la Superintendencia también tiene la facultad de practicar visitas a las oficinas de las entidades vigiladas para constatar el cumplimiento de las normas que regulan el sector. En eso consiste, precisamente, la labor de vigilancia, inspección y control. En estricto sentido no se trata de una "práctica de pruebas", en su significado procesal. Se trata del cumplimiento de la función primordial del Estado como vigilante de ciertas actividades del sector privado que revisten interés público (artículo 335 de la Constitución Política).

Ahora bien, la regulación vigente para la época de los hechos, correspondía al Decreto Ley 1169 de 1980, expedido en ejercicio de las facultades extraordinarias de la Ley 32 de 1979 y el Decreto Reglamentario 1688 de 1990, que se transcriben en lo pertinente:

Decreto-Ley 1169 de 1980

"Artículo 6°. Las investigaciones y visitas decretadas por la Comisión Nacional de Valores¹² se sujetarán a las siguientes reglas:

1ª. No requieren notificación los actos administrativos por medio de los cuales se decreta la práctica de una investigación o visita.

(...)

3ª. Los funcionarios comisionados para realizar una visita o una investigación podrán decretar durante la diligencia la práctica de las

¹² De acuerdo con el artículo transitorio 52 de la Constitución Política, la Comisión Nacional de Valores se convirtió en la Superintendencia de Valores.

260

pruebas que estimen procedentes para el análisis de los hechos que se examinen. Así, mismo podrán interrogar bajo juramento a cualquier persona cuyo testimonio se juzgue necesario.

(...)

5ª. Practicada una visita o investigación, la Comisión Nacional de Valores elaborará un acta con base en los informes de los visitantes, y enviará un oficio a la persona visitada en el cual se le comunique a la existencia del acta.

6ª. Del acta correspondiente se dará traslado al interesado.

El traslado se ordenará mediante auto que se entenderá notificado el quinto día hábil siguiente a aquel en el cual se haya remitido el oficio que dé cuenta de la existencia de la respectiva providencia a la dirección registrada de la entidad.

7ª. Para el traslado se mantendrá el acta en la Secretaría de la Comisión, sin solución de continuidad y por un término de hasta treinta (30) días, a fin de que el interesado pueda obtener copia de la misma. De la realización del traslado dejará constancia el Secretario en el expediente respectivo.

8ª Vencido el término del traslado se dictará una resolución motivada para adoptar las medidas que, con sujeción a las normas legales, se consideren procedentes.

Parágrafo. Cuando las investigaciones y visitas sean practicadas por las Superintendencia de Sociedades o Bancaria los informes de los visitantes serán remitidos a la Comisión Nacional de valores, la cual procederá con sujeción al trámite previsto anteriormente." (Negritas fuera de texto)

Decreto 1688 de 1990:

ARTÍCULO 1o. Practicada una visita o investigación, y vencido el término del traslado del acta respectiva de que trata el ordinal 7o. del artículo 6o. del Decreto ley 1169 de 1980, la Comisión Nacional de Valores dictará una resolución motivada para adoptar las medidas que con sujeción a las normas legales se consideren procedentes, las cuales podrán consistir, entre otras disposiciones, en ordenar el archivo de la visita o la investigación o imponer las sanciones que sean del caso.

En el acta de conclusiones que se elabore en desarrollo de lo dispuesto en el ordinal 5o. del artículo 6o. del Decreto 1169 de 1980, se deberán indicar, cuando sea del caso, las normas que se consideren violadas en razón de los hechos o conductas contenidos en la correspondiente acta.

Durante el término del traslado del acta de conclusiones a que se refieren los ordinales 6o. y 7o. del artículo 6o. del Decreto 1169 de 1980, el interesado podrá presentar explicaciones y solicitar pruebas en ejercicio del derecho de defensa.

261

De acuerdo con las normas en mención, dentro de las visitas que, en ejercicio de sus funciones de inspección, vigilancia y control, practique la Superintendencia de Valores, dicha entidad puede interrogar bajo juramento a cualquier testigo.

Las normas citadas no prevén que el testimonio deba ser practicado con la presencia del apoderado del declarante. En consecuencia, dicho requisito no hace parte del debido proceso administrativo ante la Superintendencia de Valores en la práctica de visitas.

En el curso de las visitas los funcionarios competentes tienen la facultad de pedir información, inspeccionar documentos, constatar hechos económicos, revisar libros y papeles del comerciante, y, como en el caso en estudio, oír declaraciones.

Toda esa actividad es preliminar, ya que hasta ese momento la Superintendencia no ha decidido si archiva la visita o continúa la actuación y expide el acto de conclusiones o pliego de cargos previo a la sanción.

De acuerdo con las normas en mención, el debido proceso indica que luego de la visita, y solamente si la Superintendencia encuentra elementos objetivos de los cuales pueda deducir razonablemente que es necesario continuar la actuación administrativa sancionatoria, la Administración debe materializar la decisión de abrir la investigación, informarle a la entidad vigilada y correrle traslado del acta de conclusiones.

Se insiste en que el debido proceso en la práctica de visitas no exige que los testimonios se practiquen con la presencia del apoderado del declarante, pues son pruebas que se decretan en una etapa preliminar y en la cual los funcionarios pueden decretar las pruebas que consideren pertinentes.

Ahora bien, dice la demandante que cuando se reciben declaraciones sin la presencia del apoderado de la sociedad vigilada, se pierde la oportunidad de objetar preguntas hechas por la Superintendencia y de contrainterrogar a los testigos. Aunque es verdad que en el momento del interrogatorio dentro de las visitas los testigos no pueden ser contrainterrogados, existe la posibilidad de que dentro del término de traslado del acta de conclusiones, el interesado solicite la práctica de las mismas, o de complementar, aclarar u objetar las preguntas.

262

No obstante, en el caso bajo estudio la demandante se limitó a decir que la prueba testimonial es nula porque no se le dio la oportunidad de contrainterrogar. No dijo cuáles serían las objeciones que hubiera formulado en caso de que hubiera participado en la diligencia, cuáles fueron las preguntas que habría objetado, o cuáles las que hubiera formulado a manera de contrainterrogatorio. Tampoco explicó de qué manera habría influido en la decisión final la presentación de esas objeciones o la realización del contrainterrogatorio.

Los anteriores planteamientos son suficientes para desestimar el cargo de nulidad.

1.2) La Superintendencia no valoró adecuadamente las pruebas practicadas

La recurrente sostiene que la demandada no tuvo en cuenta que dentro del expediente existen pruebas que demuestran que hubo órdenes de compra de las acciones de INTERBOLSA S.A. emitidas por cada uno de los compradores con anterioridad a la realización de las respectivas operaciones.

Pues bien, el artículo 2.2.7.2. de la Resolución 400 de 1995, modificado por la Resolución 708 de 1997 de la Superintendencia de Valores, prevé como facultad de la comisionista de bolsa, en desarrollo de la actividad de administración de valores, en nombre y por cuenta del mandante y con su expresa autorización la de *"Reinvertir las sumas que por capital o rendimientos llegue a cobrar de acuerdo con las instrucciones que para cada caso particular imparta el cliente, las cuáles deben tener el correspondiente soporte escrito"*.

La obligación a que alude la Resolución 708 de 1997 quedó, además, vertida en el contrato de administración de valores en los siguientes términos:¹³

"Tercero: Facultades del Depositante. En ejecución del presente contrato el DEPOSITANTE, queda facultado ante el ADMINISTRADOR para impartir órdenes referentes a:

1. Ejecución de operaciones de venta de los títulos depositados en administración, lo cual constituirá un contrato de comisión.
2. Modificación de las instrucciones de reinversión, de rendimientos y/o capital.

¹³ Folio 406. AZ No 3. Corresponde al contrato suscrito por la señora Xiomara Arias Marín.

263

PARÁGRAFO: Para impartir las órdenes de que trata el presente artículo se requerirá de comunicación escrita dirigida al ADMINISTRADOR y **suscrita por el depositante con antelación no inferior a ocho (8) días del ejercicio del derecho correspondiente**". (Negritas fuera de texto)

Así, en desarrollo de la actividad de administración de valores, la sociedad comisionista de bolsa actúa como mandataria de los clientes para administrar títulos, para lo cual debe cumplir las instrucciones de los clientes, que deben siempre constar por escrito. Para que INTERBOLSA cambiara el destino de las inversiones o reinvirtiera el capital o los réditos producidos por éstas, debía obtener una autorización escrita del cliente, con no menos de 8 días de antelación a la realización de la transacción.

Ahora bien, en criterio de la demandante fueron indebidamente valorados los testimonios relativos la existencia de las órdenes de compra de las acciones de INTERBOLSA y fueron desconocidas las autorizaciones aportadas con la contestación de la demanda. Las declaraciones se resumieron en el escrito de explicaciones institucionales rendidas por INTERBOLSA S.A. y los testimonios¹⁴ divididos en dos clases, de quienes no dieron autorización para adquirir acciones de Interbolsa S.A. y quienes sí autorizaron la operación.

Al revisar los testimonios que generaron controversia se tienen los de Rocío Esperanza Hernández Arenas, quien manifestó desconocer la existencia de inversiones en acciones¹⁵, la señora Xiomara Arias Marín, quien creyó que su inversión siempre había estado en CDT'S o en TES, pero nunca en acciones, pues, no dio autorización para su compra y venta¹⁶. El representante de la Zona Pastoral manifestó que su obrar se limitó a entregar unos recursos para su inversión que dieran una rentabilidad, sin orden específica del tipo de inversión a realizar porque fue un acto de confianza y desconocía como se obtenía la rentabilidad¹⁷.

¹⁴ Folios 15 a 19 y 69 a 71 del cuaderno 3 de antecedentes administrativos.

¹⁵ Folio 102 del Cuaderno de Actuaciones 2. "Qué beneficio esperaba usted de la inversión en acciones Preguntado: "A mí nunca se me dijo que iba invertir en acciones. Preguntado. Dio usted la orden a la firma comisionista para que comprara acciones a nombre suyo. Respondió: No."

¹⁶ Folios 070-071 del Cuaderno de Actuaciones 2. "Preguntado: En los dos último años usted ha invertido en acciones?. Respondió: No, nunca he invertido en nada, solamente coloque un dinero allá en Interbolsa. Preguntado: Existió alguna razón para pasar a invertir en títulos de renta fija, como C.D.T.S y TES, a invertir en acciones: No, nadie me indicó que lo iban a invertir en acciones y no miro los extracto ni recuerdo si han mandado alguna comunicación al respecto."

¹⁷ Folio 197 del cuaderno 2 de antecedentes administrativos.

264

De estos testimonios fluye sin dificultad que los clientes no conocían que sus dineros hubieran sido invertidos en acciones, o que no dieron autorización para ello, o simplemente dejaron los recursos al manejo de la comisionista, sin indicarle específicamente que invirtieran en acciones de INTERBOLSA S.A.

Y, aunque en el expediente obran algunas órdenes de compra de acciones dadas en julio de 2001 por clientes de INTERBOLSA,¹⁸ no están las órdenes correspondientes a los clientes cuyos testimonios se acaban de citar.

Se destaca que mediante certificaciones con diligencia de reconocimiento notarial del año 2004,¹⁹ la comisionista pretendió reemplazar las órdenes, que deben anteceder a la compra de acciones, esfuerzo infructuoso porque precisamente ello prueba la falta de la autorización al momento de efectuar la transacción (años 2001 y 2002).

También figuran autorizaciones para la compra de acciones de INTERBOLSA del 2003, periodo que no fue objeto de sanción en los actos acusados²⁰.

Sobre los testigos que INTERBOLSA relacionó en el escrito de explicaciones en el numeral 6.2.7., ésta afirmó que como operador de bolsa no contrarió la política de inversión fijada por sus clientes²¹, pues recomendó la compra de acciones de INTERBOLSA S.A. por sus buenos resultados y su tendencia alcista. No obstante, según la Resolución 400 de 1995, modificada por la Resolución 708 de 1997, y los contratos de administración de valores, para invertir los recursos, la comisionista estaba obligada a pedir la autorización previa, con 8 días de anticipación a la transacción, y escrita, a todos sus clientes.

Además, la decisión de inversión exige de un previo consentimiento del cliente. Si ésto no se ha dado o no hay constancia de su otorgamiento, el comisionista incumple sus deberes como mandatario al reemplazar al cliente en la toma de una decisión, con desconocimiento del artículo 1271 del Código del Comercio²².

¹⁸ Folios 722 a 731 del cuaderno 3 de antecedentes administrativos (14 órdenes).

¹⁹ Folios 579 a 656 y 737 a 756 del cuaderno 3 de antecedentes administrativos.

²⁰ Folios 657 a 707 del cuaderno 3 de antecedentes administrativos.

²¹ Folios 424 a 426 del cuaderno 2 de antecedentes administrativos. Testigos: Asociación de Padres Gimnasio Moderno, Rocío Esperanza Hernández Arenas, Asociación Bosques Kirpal, Xiomara Arias Marín, Zona Pastoral Episcopal San José.

²² "Artículo 1271. <Prohibición de usar los fondos del mandante>. El mandatario no podrá emplear en sus propios negocios los fondos que le suministre el mandante y, si lo hace, abonará a éste el interés legal desde el

265

1.3) La Superintendencia de Valores no practicó todas las pruebas solicitadas por la comisionista de bolsa

En relación con las pruebas que la Superintendencia se negó a practicar, la Sala precisa lo siguiente:

No era procedente la práctica de la prueba testimonial porque si bien el señor Daniel Niño Tarazona, en su calidad de experto en el mercado bursátil, tiene conocimiento específico en esa área, no era un testigo útil para el proceso, pues no tuvo conocimiento directo de los hechos que originaron la sanción. Y, ese conocimiento no existía, entre otras razones, porque si bien es cierto el señor Niño Tarazona había asesorado a INTERBOLSA, su vinculación con la firma fue en una época diferente a la de la ocurrencia de los hechos (2001 y 2002) y a la de la sanción (octubre de 2003), como lo reconoce la misma demandante.

A pesar de lo anterior, el Tribunal, a petición de la actora, practicó la prueba testimonial.

Sobre el testimonio de Daniel Tarazona²³ se transcribe en lo pertinente:

"PREGUNTADO: Sirvase informarle al Despacho si usted ha tenido alguna relación laboral o contractual con la sociedad Interbolsa S.A. y en caso afirmativo cuando y de que índole. CONTESTA: En el año 2003 básicamente ejercí como independiente al regresar de España, fungí como asesor de varias firmas comisionistas, básicamente en temas relacionados con riesgo, entidades las que asesore, entre las cuales estaba Interbolsa pero sin tener exclusividad. PREGUNTADO: En virtud de la respuesta anterior sirvase informarle al Despacho si tuvo conocimiento o se desempeñaba como Asesor de Interbolsa para la época de la cual la sociedad fue objeto de imposición de sanción en el mes de octubre de 2003, por parte de la Superintendencia Delegada para que la Inspección Vigilancia y Mercadeo, de la Superintendencia de Valores de ese entonces. CONTESTA: Como persona de mercados, estuve enterado del día a día de los mercados, supe que habían sido suspendidos de negocios de títulos TES o si fue de todo el mercado, las razones de esa sanción no las conozco con profundidad y creó que en octubre de 2003 ya no estaba vinculado para nada con la asesoría que tenía con Interbolsa, porque creo que en ese momento estaba haciendo una asesoría muy demandante por parte de

día en que infrinja la prohibición y le indemnizará los daños que le cause, sin perjuicio de las sanciones penales correspondientes al abuso de confianza.

La misma regla se aplicará cuando el mandatario dé a los dineros suministrados un destino distinto del expresamente indicado."

²³ Folios 439 a 447 del cuaderno principal.

266

Intervalores S.A. (...) PREGUNTADO: En su calidad de experto del mercado público usted que consideración tiene sobre la acción de Interbolsa como inversión. **RESPONDIO:** (...) respecto de la pregunta precisa de cómo he visto e interpretado las acciones de Interbolsa diría que a lo largo de los años se ha visto como la firma más dinámica, la de mayor innovación y mayor crecimiento y liderazgo entre las firmas comisionistas y que tal vez por no ser una acción muy líquida su precio siempre se ve mas rezagado que lo que es la generación de valor de la firma, generando una oportunidad su compra y tenencia. **PREGUNTADO:** A que razones considera usted se debe la valorización de la acción de Interbolsa desde 1999. **CONTESTA:** Yo creó que los factores que los analistas llamaríamos fundamentales, esto es, solidez patrimonial, capacidad de generación de flujo de caja, innovación, liderazgo, bajo nivel de endeudamiento, rezago entre el precio del valor en el mercado frente a su valor en libros frente a la utilidad de la empresa, son los que explican nuevamente como lo expuse que ha habido un rezago que en un mercado racional que se basa en los estados financieros, en salud financiera de la empresa y en su capacidad de generar valor deben tender a reflejarse en el valor del precio de la acción, en algún momento de negociación de dicha acción. (...) **PREGUNTADO:** Puede interbolsa como sociedad inscrita en bolsa ofrecer y vender sus propias acciones. **CONTESTA:** Si, puede y si podía, en el sentido que hace poco hay una ley de capitales , ni bajo el actual marco de la ley ni bajo el anterior se restringía esa figura."(Negritas fuera de texto)

Lo transcrito demuestra que el testigo al regresar al país proveniente de España en el año 2003, no podía dar fe presencial sobre los hechos investigados entre 2001 y 2002.

Además, las afirmaciones del testigo son altamente imprecisas e hipotéticas: no conocía los motivos de la sanción; no hizo mención alguna sobre el proceso de emisión de acciones de INTERBOLSA; no determinó por qué se diseñó ese proceso, quiénes fueron sus estructuradores y los estudios realizados con sus proyecciones iniciales y si participó o no de ellas, de manera que, no estaba en condiciones de esclarecer cuáles fueron las bases de proyección inicial de la acción para llegar a un análisis comparativo frente a la realidad existente al momento de dar su testimonio.

Es decir, no aportó claridad sobre los hechos investigados. Se limitó, con base en su conocimiento del mercado y formación profesional, a revelar las bondades de las acciones de INTERBOLSA S.A. sin ningún sustento adicional, motivo suficiente para afirmar que el testimonio fue valorado correctamente por el Tribunal.

267

Respecto del estudio de valoración de INTERBOLSA, la Sala advierte que al igual que con la prueba testimonial, el estudio de valoración fue decretado en primera instancia. Para el efecto, se ordenó la traducción del inglés al español.

Según el apelante, el mencionado estudio de valoración demuestra que la fijación del precio de las acciones de INTERBOLSA no fue artificial, contrariamente a lo señalado por el Tribunal. Y, que el hecho de que el *a quo* hubiera decretado la prueba indicaba que era idónea. También dijo que no existe ninguna norma que defina lo que debe entenderse por "precio artificial de las acciones".

La Sala precisa que el citado estudio está contenido en 79 folios y fue desarrollado para un proceso de capitalización para el ensanche de las operaciones de INTERBOLSA S.A., que era una propuesta adicional de capitalización a la iniciada en 1999.

El documento fue dirigido específicamente a inversionistas extranjeros para suscitar interés en una capitalización de US\$10.000.000. Del estudio se destaca:

"Pese a Mauricio Saenz cree que, a partir de esa fecha, la información aquí contenida es verídica y confiable, ni la compañía ni Mauricio Saénz hacen aseveraciones o dan garantías expresas o tácitas con respecto a la precisión total integridad de la información, o que no haya habido cambios a partir de la información del Memorando. Las únicas representaciones y garantías en un acuerdo definitivo de Capitalización, tendrán efectos legales. Las informaciones y proyectos del mercado solo se basan en informaciones suministradas por las fuentes citadas y **no se hacen representaciones a la precisión o total integridad** de dichas fuentes y **proyectos**."²⁴ (Negrillas fuera de texto)

En el numeral 5.8 del Memorando²⁵, se informa que para el año 2000 Interbolsa S.A. tenía 80 accionistas, 4'650.000 acciones en circulación y que los 20 mayores accionistas poseen el 65% de las mismas. Sobre el precio de la acción en pesos, fue reseñado en un gráfico²⁶ el período diciembre de 1999 a mayo 2001, con valores mínimos de \$980 y máximo de \$ 1.200.

Para la Sala, el estudio es concreto y limitado a su fecha de realización 21 de mayo de 2001. Además, refleja el valor en pesos de la acción, sin comprometerse con proyecciones futuras sobre las acciones o de sus líneas de negocio. Nada

²⁴ Folios 1 y 2 del cuaderno 1 de antecedentes administrativos.

²⁵ Folio 55 del cuaderno 1 de antecedentes administrativos.

²⁶ Folio 79 vuelto del cuaderno 1 de antecedentes administrativos.

268

aclara respecto de la diferencia del precio de compra de la acción por parte de los nuevos accionistas de Interbolsa S.A. y el precio registrado en bolsa de dichas operaciones.

En otras palabras, el estudio de valoración no es concluyente para efectos de determinar que la valoración de las acciones de INTERBOLSA haya sido real para la época de los hechos.

Además, el contenido del mencionado estudio no guarda relación directa con los hechos que motivaron la sanción. Dicha sanción se impuso porque la Superintendencia encontró que para el periodo que va de septiembre de 2001 a mayo de 2002 INTERBOLSA registró un crecimiento artificial en el valor de las acciones de más del 95% (la acción paso de \$1.255 a \$2.500). El estudio mencionado reunió una información financiera que era de naturaleza privada y confidencial, ya que a ella solamente tenían acceso personas vinculadas a la comisionista de bolsa, y tenía por objeto establecer proyecciones sobre el valor de la empresa con fundamento en esa información. Es decir, que no existe relación entre la prueba documental aludida y los hechos que fueron objeto de investigación administrativa.

El hecho de que el Tribunal hubiera decretado la prueba no significa que el estudio acreditara que el precio de la acción de INTERBOLSA era el correcto. El estudio solo presenta información sobre el precio de la acción en épocas distintas, sin especificar si ese valor se ajusta o no a la realidad.

Por-último, no es válido el argumento de que como no existe ley que define lo que se debe entender por "fijación artificial del precio de las acciones", no se puede sancionar por hechos que se relacionen con esa conducta. El artículo 28 del Código Civil dispone:

"Art. 28.- Las palabras de la ley se entenderán en su sentido natural y obvio, según el uso general de las mismas palabras; pero cuando el legislador las haya definido expresamente para ciertas materias, se les dará en estas su significado legal".

De manera pues, que el término "fijación artificial del precio de la acción", debe entenderse en su sentido natural y obvio. Es decir, como la fijación del precio por

269

cualquier medio que se aparte de las leyes del mercado de libre oferta y demanda. No prospera el cargo.

Respecto a la prueba que no decretó la Superintendencia para oficiar al Registro Nacional de Valores, la Sala precisa que la apelación se refiere a que se violó el derecho a la igualdad debido a que con anterioridad nunca se había impuesto una sanción a una sociedad intermediaria del mercado de valores por hechos iguales a los que fueron objeto de investigación.

Al respecto, la Sala advierte que aun si se partiera de la premisa de que la Superintendencia de Valores no había impuesto una sanción a otras sociedades intermediarias del mercado de valores, por hechos iguales a los que fueron objeto de investigación respecto de INTERBOLSA, eso no daría lugar a la anulación de los actos administrativos demandados. Si eventualmente otras sociedades incurrieron en infracciones y no fueron sancionadas, eso constituye, sin duda alguna, una irregularidad. La consecuencia de esa irregularidad no puede ser que ninguna sociedad pueda ser sancionada. Ese entendimiento que se le quiere dar al principio de igualdad no es propio del estado social de derecho. La manera de restablecer el principio de igualdad es aplicando la ley, no predicando su desconocimiento.

Por esa razón, resultaba innecesario determinar dentro del proceso si en el pasado la Superintendencia había o no sancionado a otras sociedades por hechos iguales a aquellos con fundamento en los cuales impuso sanción a INTERBOLSA.

2) Sanción por atraso en los libros de comercio

El recurrente sostiene que a pesar de que hubo atraso en los libros de contabilidad, no hubo una afectación de la confianza pública en el mercado de valores, pues ello no impidió que la Superintendencia dispusiera de información fidedigna al momento de la visita.

Que la omisión recayó en las anotaciones de los libros de órdenes y registro de operaciones y no en las anotaciones contables, de manera que la sanción impuesta es improcedente.

También dice que si bien es cierto que las operaciones en bolsa del 12 de agosto de 2002 fueron registradas el 29 del mismo mes y año, tal conducta no es

sancionable porque según el artículo 56 del Decreto 2649 de 1993 los asientos contables pueden realizarse dentro del mes siguiente a la operación. Y, que la sanción fue desproporcionada, porque el atraso fue mínimo.

La Sala precisa que el cargo formulado fue la violación de los artículos 3.4.1.10., 3.4.2.9.,²⁷ 3.4.4.1.,²⁸ 3.4.4.2.²⁹ y 3.4.5.3.³⁰ de la Resolución 1200 de 1995 de la Supervalores y el artículo 56 del Decreto 2649 de 1993.

El artículo 3.4.1.10. de la Resolución 1200 de 1995 prescribe:

Art. 3.4.1.10.- Modificado. Res. 645 de 1996, art. 2º. Libro de registro de órdenes sobre acciones y bonos convertibles en acciones. Las firmas comisionistas de bolsa deberán llevar un libro especial que se denominará Libro de Registro de Órdenes sobre Acciones y Bonos Convertibles en Acciones, cuyas hojas deberán estar previamente numeradas y rubricadas por la Cámara de Comercio y se **considerará un libro auxiliar de contabilidad.**

Dicho libro deberá ser el único utilizado oficialmente para registrar todas las órdenes sobre acciones y bonos convertibles en acciones y deberá contener toda la información que reposa en el Sistema Electrónico de Registro de Órdenes, así como el número de la operación con la cual se cumple cada orden.

Parágrafo.- El libro de que trata el presente artículo deberá mantenerse actualizado en forma diaria y estará ordenado de acuerdo con el número adjudicado por el Sistema Electrónico de Registro de Órdenes. (Negrillas fuera de texto)

²⁷ **Art. 3.4.2.9.- Modificado. Res. 645 de 1996, art. 3º. Libro de registro de órdenes sobre títulos de contenido crediticio y emitidos en proceso de titularización.** Las firmas comisionistas de bolsa deberán llevar un libro especial que se denominará Libro de Registro de Órdenes sobre Títulos de Contenido Crediticio y Emitidos en Procesos de Titularización, cuyas hojas deberán estar previamente numeradas y rubricadas por la Cámara de Comercio y se considerará un libro auxiliar de contabilidad.

Dicho libro deberá ser el único utilizado oficialmente para registrar todas las órdenes sobre títulos de contenido crediticio y emitidos en procesos de titularización y deberá contener toda la información que reposa en el Sistema Electrónico de Registro de Órdenes, así como el número de la operación con la cual se cumple cada orden.

Parágrafo.- El libro del que trata el presente artículo deberá mantenerse actualizado en forma diaria y estar ordenado de acuerdo con el número adjudicado por el Sistema Electrónico de Registro de Órdenes.

²⁸ **Art. 3.4.4.1.- Libro de registro de operaciones.** Todas las operaciones de compra y de venta que ejecuten las sociedades comisionistas de bolsa, deberán quedar registradas en un único libro que se denominará "Libro de Operaciones" y se considerará como libro auxiliar de contabilidad.

²⁹ **Art. 3.4.4.2.- Requisitos del libro de registro de operaciones.** Las hojas de este libro deberán estar previamente numeradas y rubricadas por la Cámara de Comercio; deberá ser destinado exclusivamente a este fin, mantenerse actualizado en forma diaria, estar ordenado por número de operación y cronológicamente de forma que no queden espacios en blanco.

³⁰ **Art. 3.4.5.3.- Adicionado. Res. 143 de 1998, art. 13. Requisitos del libro de operaciones en el mercado mostrador.** Las hojas del libro de operaciones en el mercado mostrador, deberán estar previamente numeradas y rubricadas por la Cámara de Comercio; el libro debe destinarse exclusivamente a este fin, mantenerse actualizado en forma diaria y ordenarse cronológicamente y por número de operación, de forma tal que no queden espacios en blanco.

27/1

El libro de órdenes sobre acciones y bonos convertibles en acciones, es un auxiliar de contabilidad, de obligatoria teneduría y actualización diaria por parte del operador de bolsa, y no como lo afirmó la parte demandante, que era solo un libro de comercio. En él se detalla la transacción de compra o venta dada por un cliente al comisionista de bolsa; contiene el número de orden, fecha y hora de recepción, código o nombre del ordenante y del comitente, compra o venta, especie, condiciones de cantidad, precio y condiciones especiales de ejecución³¹.

Su importancia radica en que da fe del monto, orden, clase de operaciones, cuantía y sujeto interviniente, para que el comisionista lleve una secuencia cronológica diaria, para cumplir con las instrucciones de negociación recibidas, a fin de asegurar a sus clientes un servicio oportuno, ordenado e igualitario.

La utilidad de este libro radica en que por primera vez se registran las operaciones en bolsa que debía realizar el corredor; de ahí su importancia para establecer si la gestión del comisionista cumplió o no las órdenes dadas por el inversionista en las condiciones de modo, tiempo y lugar; sin éste no es posible reconstruirlas fidedignamente y detectar si hubo transgresión o no a las instrucciones, o si el cumplimiento defectuoso de una orden de inversión busca ocultar el seguimiento de operaciones, lo que desconoce el principio de transparencia del mercado de valores.

Adicionalmente, las firmas comisionistas de bolsa y sus corredores, deben actuar conforme al principio de adecuación a la ley del literal f) del Artículo 1.1.1.2. de la Resolución 1200 de 1995 de la Supervalores, según el cual, "debe darse apropiado cumplimiento a todas las disposiciones legales".

Ahora bien, la conducta reprochada es que para el día 29 de agosto de 2002, el último registro encontrado fue del 12 de agosto de dicho año y no como lo afirma la demandante en el recurso de apelación, que las operaciones del 12 de agosto se registraron solo hasta el día 29³².

Lo anterior quiere decir que entre el 12 y el 29 de agosto de 2002 la actora no registró las órdenes de los clientes en el libro de las operaciones que la comisionista debía realizar por cuenta de sus clientes en la rueda. No resulta creíble que en ese período INTERBOLSA no hubiera recibido órdenes de compra

³¹ <http://www.gacetafinanciera.com/Manual.htm>

³² Fls. 465-466. Cuaderno de actuaciones 1

272

o venta de títulos negociables en bolsa, lo que denota una conducta reiterada contraria al cumplimiento de las normas que regulan la actividad bursátil.

Además, en la visita del 29 de agosto de 2002, la Superintendencia constató que respecto de los libros diario, mayor y balance, el último registro existente correspondía al 30 de abril de 2002.³³ Es decir, que INTERBOLSA S.A. excedió el término de un mes contado a partir de la realización de la operación para efectuar los asientos contables, como ordena el artículo 56 del Decreto 2649 de 1993. Por tanto, la comisionista omitió el deber de llevar en debida forma los libros de contabilidad.

Cabe anotar que las infracciones en mención se producen independientemente de que se afecte realmente el mercado de valores; basta, entonces, con que se presente el atraso en el registro de los libros para que se produzca la falta administrativa, pues, se trata de proteger el ejercicio de una actividad de interés público (artículo 335 de la Constitución Política). Además, el atraso en los registros contables pone en riesgo el desarrollo de las actividades de la actora, que es una intermediaria en el mercado de valores, porque la información pierde oportunidad y veracidad.

Ahora bien, según la demandante, la multa por \$20'000.000 fue desproporcionada, pues el atraso fue de pocos días y la sanción debió imponerse según el riesgo que la conducta le significó al mercado.

El artículo 6 de la Ley 27 de 1990 prevé:

Artículo 6o. De ciertas sanciones pecuniarias que puede imponer la Comisión Nacional de Valores. La Comisión Nacional de Valores, sin perjuicio de las facultades que le asignan las leyes vigentes, tendrá además las siguientes: a) Imponer, a quienes desobedezcan sus decisiones o violen las normas legales que regulen el mercado de valores o las entidades sujetas a su inspección y vigilancia, **multas sucesivas hasta por cinco millones de pesos o hasta por un monto igual al valor de la operación realizada, si este último fuere superior a cinco millones de pesos.** Para efectos de determinar la sanción se tendrá en cuenta la gravedad de la infracción y/o el beneficio pecuniario obtenido;(...)

Parágrafo. Las sumas establecidas en el presente artículo se ajustarán anualmente en el mismo sentido y porcentaje en que varíe el índice de precios al consumidor que suministre el Departamento Nacional de Estadística, DANE.

³³ Folios 260 a 267 del cuaderno 3 de antecedentes administrativos.

273

La norma en mención autoriza la imposición de multas sucesivas hasta de \$5.000.000³⁴ o hasta un monto igual a la operación, a la comisionista de bolsa que viole las normas del mercado de valores.

En este caso, se reitera, la sanción proviene de atraso en el diligenciamiento del libro diario de operaciones entre los días 12 a 29 de agosto de 2002 y de los libros diario, mayor y balance desde mayo de 2002 hasta la fecha de la visita (agosto de 2002). La infracción era por cada día de retraso en la anotación de las operaciones en el libro de registro de órdenes sobre acciones y bonos convertibles en acciones, que duró 12 días consecutivos.

Cabe anotar que respecto de esta infracción no es aplicable el artículo 56 del Decreto 2649 de 1993 porque dicha norma se aplica a falta de disposición especial.

En este caso, la norma especial son los artículos 3.4.1.10., 3.4.2.9., 3.4.4.1., 3.4.4.2. y 3.4.5.3. de la Resolución 1200 de 1995, que ordenan el diligenciamiento del Libro de Registro de Órdenes sobre acciones y bonos convertibles en acciones de manera diaria. Por ello, no opera el plazo de un mes del artículo 56 del Decreto 2649 de 1993.

La segunda conducta constitutiva de atraso en los libros de contabilidad, fue el no diligenciamiento de los libros diario, mayor y balance desde el 30 de abril de 2002, hasta el 29 de agosto del mismo año. Es decir, se presentó un atraso de varios meses que contraviene el artículo 56 del Decreto 2649 de 1993. Por ello, la sanción impuesta debe mantenerse.

La finalidad de las normas que imponen a los comerciantes la obligación de llevar su contabilidad de manera clara, completa, fidedigna y actualizada no es otra que la de permitir que toda la información quede registrada oportunamente para que sea un reflejo fiel de la situación de la empresa. Y, en ciertas actividades que revisten un interés público especial, como es el caso del mercado de valores, esa información es aún más importante, ya que de ella depende la seguridad del mercado.

Una infracción a las normas que imponen deberes como el de registrar oportunamente las operaciones que lleva a cabo una sociedad comisionista de

³⁴ Para el año 2003 la sanción máxima era \$40'000.000.

270

bolsa, pone en riesgo la seguridad del mercado, ya que la información distorsionada puede influir en decisiones de inversión. Y, desde luego que no registrar oportunamente la totalidad de operaciones que realiza una comisionista de bolsa es una forma de distorsionar la información, ya que ello equivale a mantener ocultas una serie de operaciones que de haber sido registradas, podrían modificar la realidad del mercado.

Se reitera que la infracción no exige que se afecte el mercado de valores. La contabilidad "debe suministrar una historia clara, completa y fidedigna de los negocios del comerciante"³⁵, aspecto que no se cumple por la falta de registro oportuno de los hechos económicos del comerciante en los libros de contabilidad, lo que lleva a su atraso. De otra parte, una contabilidad atrasada desatiende las cualidades que toda contabilidad debe tener según el artículo 4º del Decreto 2649 de 1993³⁶, pues deja de ser pertinente porque no fue realimentada, y no es verificable porque no representa fielmente los hechos económicos.

Tales aspectos, le restan transparencia a las operaciones realizadas por la comisionista de bolsa y afecta el mercado de valores y el ejercicio de los controles de la Superintendencia, en la medida que no puede constatar la realidad de las transacciones hechas para los clientes de Interbolsa S.A., la manera como éstas inciden en las fluctuaciones de la acción de la comisionista y su correlación con las fuerzas del mercado.

Ahora bien, la multa no resulta desproporcionada ya que se impuso por \$20'000.000, que es un valor cercano a la mitad del máximo contemplado en la norma (\$40'275.772).

³⁵ Código de Comercio Artículo 50. <Contabilidad - requisitos>. La contabilidad solamente podrá llevarse en idioma castellano, por el sistema de partida doble, en libros registrados, de manera que suministre una historia clara, completa y fidedigna de los negocios del comerciante, con sujeción a las reglamentaciones que expida el gobierno.

³⁶ Artículo 4o. Cualidades de la información contable. Para poder satisfacer adecuadamente sus objetivos, la información contable debe ser comprensible y útil. En ciertos casos se requiere, además, que la información sea comparable. La información es comprensible cuando es clara y fácil de entender. La información es útil cuando es pertinente y confiable. La información es pertinente cuando posee valor de realimentación, valor de predicción y es oportuna. La información es confiable cuando es neutral, verificable y en la medida en la cual represente fielmente los hechos económicos.

La información es comparable cuando ha sido preparada sobre bases uniformes.

27

3) No reconocimiento de hechos económicos en la contabilidad de la comisionista

La demandante considera que no debió registrar en su contabilidad el desembolso que hizo para el pago al Banco de Occidente de los préstamos que este Banco otorgó a los empleados de INTERBOLSA para adquirir acciones de la comisionista de bolsa. Lo anterior, porque ese pago correspondió al reconocimiento de una bonificación a favor de los trabajadores, con lo cual la comisionista se convirtió en deudora de sus empleados y no en acreedora. Por ello, llevó las bonificaciones de los nuevos socios como gasto y no como cuentas por cobrar.

La Superintendencia afirma que, según las pruebas recaudadas, el pago de INTERBOLSA S.A. de los créditos tomados por los empleados con el Banco de Occidente, que serían sufragados contra las comisiones futuras, debían registrarse en la contabilidad como una deuda de los empleados con la comisionista.

El 23 y 24 de enero de 2002, la demandante pagó mediante cheque, los créditos adquiridos con el Banco de Occidente por Darío Ernesto Orjuela (\$123'527.058), Alejandro Garay Sarasti (\$123'535.370), Mauricio Duque Arévalo (\$123'527.058), Iván Mauricio Mariño Rojas (\$123'517.547) y Carlos Alberto Cantor García (\$123'800.310), según comprobantes de egreso³⁷ por concepto de anticipo de bonificación.

Para establecer el concepto de anticipo de bonificación, se transcriben los siguientes testimonios:

Carlos Alberto Cantor García³⁸:

PREGUNTADO: Sírvase indicar de que manera canceló las obligaciones crediticias contraídas y, de ser el caso, cómo piensa cancelar los créditos que todavía se encuentran vigentes? RESPONDIÓ: La del Banco de Occidente contra mi producción Interbolsa le pagaba a mi nombre para poder cancelarla y yo quedaba en rojo en mi producción, hasta que la pagara. Después Interbolsa canceló el crédito con el Banco de Occidente a principios de este año yo quedé con la deuda de Interbolsa, que también cancelaba la obligación contra mi producción. En los meses de abril, mayo y junio de 2002 mi producción fue muy buena y sé que a julio de 2002 no debo deber nada a Interbolsa por la financiación porque debieron pagar todas las acciones.

³⁷ Fís 188,191,207, 199 y 205 az 17

³⁸ Fl. 271 cuaderno de actuaciones 2 az 1

276

Mauricio Mariño Rojas³⁹:

"PREGUNTADO: Manifieste todo lo que sepa sobre el crédito que según sus palabras, sacó INTERBOLSA a nombre de cada uno de ustedes para financiar la compra de las acciones emitidas por la propia firma de bolsa. RESPONDÍO: INTERBOLSA solicitó el préstamo al Banco de Occidente a nombre de cada uno de nosotros y aproximadamente antes de concluir el año 2001, el préstamo del Banco de Occidente se canceló y las acciones fueron financiadas nuevamente por INTERBOLSA. PREGUNTADO: De qué manera fueron financiadas nuevamente las acciones por INTERBOLSA, luego de cancelar el crédito del Banco de Occidente. RESPONDÍO: Fueron financiadas con producciones futuras de cada uno de nosotros. PREGUNTADO: Sírvase explicar su última respuesta. RESPONDÍO: Simplemente nosotros adquiríamos las acciones, la empresa nos daba la posibilidad de que compráramos las acciones con el producto de nuestras comisiones a futuro, es decir, le quedamos debiendo el valor de las acciones a INTERBOLSA."

Mauricio Duque Arévalo⁴⁰:

"PREGUNTADO: Dentro de las diligencias preliminares que está adelantando la Superintendencia de Valores, consta que mediante el cheque número 638981 por valor de \$73.055.643, usted paga al Banco de Occidente el crédito o parte del crédito y el concepto que el banco anota es "anticipo de bonificación", que tiene que decir al respecto. RESPONDÍO: Yo diría que se trata de un anticipo de comisiones".

Para la Sala, no se discute la licitud de la actuación de Interbolsa S.A. por tramitar ante el Banco de Occidente el otorgamiento de créditos a sus empleados para adquirir las acciones por ella emitidas, y que hubiera pagado obligaciones de sus empleados con dicha entidad con cargo a futuras comisiones de producción de sus trabajadores. Lo que se discute, es si esta última operación podía registrarse en la contabilidad de Interbolsa S.A. como gasto y no en las cuentas del activo, por ser una deuda de la comisionista para con sus trabajadores.

El anticipo de comisiones corresponde al "pago de un servicio antes de ser realizado"⁴¹, noción que se adecúa al pago que realizó Interbolsa S.A. de los créditos tomados por sus trabajadores con el Banco de Occidente, que serían pagaderos contra las bonificaciones o comisiones de producción futura que llegaren a tener los empleados que dejaron de ser deudores del banco pero que pasaron a serlo de Interbolsa S.A..

³⁹ Fl. 233 cuaderno de actuaciones 2 az 1

⁴⁰ Folio 278 cuaderno de actuaciones 2 az 1

⁴¹ Martha Teresa Briceño de Valencia. Diccionario Técnico Contable p.p.53.segunda edición 2002.

25/2

La Sala encuentra que Interbolsa S.A. omitió registrar en debida forma en su contabilidad las sumas correspondientes al pago de las obligaciones contraídas por sus trabajadores contra comisiones o bonificaciones futuras de producción por las siguientes razones:

- 1- Interbolsa S.A. pagó respecto de algunos de sus empleados, el valor de los créditos que estos habían contraído con el Banco de Occidente.
- 2- No es cierto que al momento de pagar esas sumas de dinero de sus trabajadores, las comisiones por producción futura ya estuvieren causadas, por cuanto para ese preciso momento los empleados de Interbolsa S.A. no habían ejecutado la actividad y, por ende, no había nacido a la vida jurídica la obligación de pago, es decir, en ese momento no se había prestado el servicio que genera la comisión.
- 3- En estas condiciones, contablemente el pago de los créditos adquiridos por los empleados con el Banco de Occidente, debió ser registrado en una cuenta por cobrar 01330 (anticipos y avances) teniendo como contrapartida una cuenta de bancos por la suma desembolsada a la entidad financiera.
- 4- Interbolsa S.A., en la misma fecha del pago del crédito al Banco de Occidente, decidió, sin razón justificable, cancelar o anular contablemente el valor registrado en la cuenta por cobrar, para llevar dicho valor a la subcuenta 0510545 (gastos operacionales de administración - bonificaciones). Tal registro era improcedente porque los dineros con que se pagaron los créditos al Banco no eran bonificaciones concedidas por mera liberalidad y causadas en la fecha del pago del crédito, sino que eran unas comisiones contra producción futura por parte del empleador.
- 5- Tampoco se trataba en este caso del pago de deudas laborales con los trabajadores, sino de registrar en la contabilidad de la comisionista el pago de la obligación de unos terceros (trabajadores) a favor del Banco. Por ende, Interbolsa debió mantener el registro inicial, es decir, la cuenta por cobrar a título de anticipo a sus trabajadores, y no llevar al gasto los valores sufragados a la entidad financiera, porque el gasto por comisiones no se había causado a dicha fecha.

En consecuencia, no prospera el cargo.

27A

4) Operaciones por cuenta propia no registradas en la contabilidad de Interbolsa S.A.

Toda la discusión se centra en establecer si las operaciones llevadas a cabo el 19 de diciembre de 2001 y el 27 de febrero de 2002 fueron operaciones por cuenta y riesgo de la Universidad La Gran Colombia o si ésta solamente prestó su nombre para que INTERBOLSA hiciera operaciones que en realidad interesaban solamente a la comisionista.

La demandante considera que la operación de compra a futuro pactada el 19 de diciembre de 2001 con cumplimiento el 19 de junio de 2002 y la vuelta forward del 27 de febrero de 2002 con vencimiento del 20 de marzo del mismo año, son operaciones de posición propia de la Universidad La Gran Colombia (UGC), quien, previa autorización del rector instruyó a la comisionista para realizar la transacción, de manera que el riesgo de pérdida o ganancia de la operación era de la Universidad y no del comisionista.

Agrega que el hecho de que la comisionista le pagara a la U.G.C. \$322.255, obedeció a la liquidación del saldo a favor resultante del total de las transacciones de forward realizadas, previa compensación de las pérdidas y utilidades que resultaron de estas. Por ello, en la contabilidad de Interbolsa no debían aparecer dichas operaciones.

La Sala precisa que el cargo formulado corresponde a la realización de las denominadas "vueltas", que en el medio bursátil,⁴² corresponden a negociación de títulos, bien sea en un mismo día o a futuro, sin que la entidad en nombre de la cual en apariencia se realiza la transacción tome una posición real sobre esos títulos, e inclusive sin que estos sean ingresados a su portafolio. Por ello, la participación del aparente negociador se limita a prestar un servicio a la sociedad comisionista, quien requiere la celebración de este tipo de operaciones con el concurso de un tercero que se presta a ello, a quien se le reconoce una determinada tarifa, a título de comisión.

Dicha conducta violó los artículos 19 numeral 3 y 50 del Código de Comercio y 4 del Decreto 2649 de 1993, en el sentido de que la contabilidad de la comisionista

⁴² Folio 184 cuaderno principal, pie de página.

279

no fue llevada según las prescripciones legales, no muestra la historia fidedigna y completa de los negocios del comerciante, y no es confiable ni verificable porque no refleja la realidad de los hechos económicos.

Estas transacciones fueron calificadas por la Superintendencia como "vueltas" en los términos expuestos, e importante resulta establecer si el inversionista tenía o no una posición propia de dichas operaciones, para lo cual se requiere conocer cuál era la práctica y manejo asumido por el Fondo de la Universidad La Gran Colombia.

Al respecto, consta en el acta 003 del 16 de noviembre de 1999 del Fondo Privado de Inversiones UNIGRAN, que su director señor Juan Carlos Osorio solicitó a la Junta autorización para realizar *"un tipo de operación denominada vuelta la cual solo se realizará con Asesorías e Inversiones, sin que haya que poner a riesgo los dineros de la universidad; dicha operación consiste en la compra de títulos valores por parte de la universidad, cediéndolos posteriormente a Asesorías e Inversiones en calidad de venta, siendo este último quien se encarga de girar los dineros correspondientes a los valores adquiridos, generándose una utilidad por diferencia entre el valor de compra y venta para la universidad."*⁴³ La propuesta fue aprobada por la Junta y para cada caso requería del visto bueno del rector.

Mediante oficio FU 815 del 19 de diciembre de 2001, suscrito por los Directores Financiero y de Control Interno de la Universidad La Gran Colombia, dirigido a Interbolsa S.A. (Alejandro Garay), confirmaron 7 operaciones TES TRM e hicieron constar que *"Interbolsa le reconoce a la U.G.C. por estas vueltas: Cincuenta y Cuatro Millones Catorce Mil ciento noventa pesos con ochenta cvs (\$54.014.190.80)"*⁴⁴.

Ahora bien, la expresión vueltas y el por qué de su uso fueron aclaradas por el director del Fondo UNIGRAN en su testimonio, así:⁴⁵

"PREGUNTADO: Qué clase de operaciones efectúa el Fondo Unigran con Interbolsa S.A. Comisionista de Bolsa. RESPONDIÓ: Compras y ventas definitivas de títulos, operaciones de compra y venta en un mismo día en muchas ocasiones, porque son muchísimas, y por la terminología de la universidad las nombramos vueltas, terminó que utilizó o que he escuchado mejor desde que estoy en el mercado de valores.(...).PREGUNTADO: A qué se

⁴³ Fl. 251 AZ 27

⁴⁴ Fl. 199 AZ 27

⁴⁵ Fls.173-175 AZ 27

refiere con terminología propia RESPONDIÓ: son las palabras con las cuales yo identifico las operaciones en el fondo para tener un control específico de qué tipo de operación estoy realizando, debido a que en los arqueos de la universidad que se realizan cada mes, debo especificar todo tipo de operación que se haga. PREGUNTADO: Explique en detalle en que consisten las operaciones denominadas vueltas y las operaciones que usted llama "compartidas". RESPONDIÓ: **Las vueltas son operaciones en donde se compra y se vende el mismo día, en la mayoría de los casos las firmas comisionistas solicitan la operación por cupos o por alguna operación que estén haciendo ellos**, en algunos casos hay operaciones de compra y venta que yo realizo buscando hacer un trading de compra y venta en el mismo día de un título. Muchas veces el comisionista me pide el favor de hacer las vueltas y yo acepto y por eso se cobra una comisión, debido a que en los arqueos se dejan consignados únicamente los títulos que pasan fin de mes. **Hay operaciones de vuelta que terminan con una compra real por parte de la universidad, lo que sucede en ese caso es que yo tengo los recursos líquidos para esa compra y muchas veces sucede que el título que yo le compro a la firma, es por un valor nominal mayor, yo compro la totalidad del título y vendo el excedente nominal para el cual no tengo los recursos y el saldo pues si es una plata que tengo disponible en la firma y si no lo tengo, creo que en dos ocasiones, salgo y busco una operación pasiva en el mercado.(.)** PREGUNTADO: en las operaciones denominadas vueltas efectuadas para Interbolsa S.A. quién contacta a quién y en que términos: RESPONDIÓ: En la mayoría de los casos la firma. Al principio cuando empezamos a hacer operaciones, de vuelta, por generar ingresos, yo llamaba a la firma para hacer operaciones de vueltas, puesto que estaban autorizadas por la junta y la rectoría. (...) PREGUNTADO: Qué valor le reconoce Interbolsa S.A. a la UGC por la realización de las denominadas vueltas, cuando la compra y la venta de títulos se realiza en la misma fecha. RESPONDIÓ: **Generalmente se trabaja una cifra cercana, porque muchas veces da menos, da más, a los cincuenta mil pesos por cada mil millones. En ocasiones no se ha cobrado pero el valor que se debió haber cancelado se cobraba en otra operación.**" (Negrillas fuera de texto)

En desarrollo del mismo testimonio se le indagó por la operación de compra a futuro del 19 de junio de 2002, TES TRM, por valor nominal de US\$5.500.000, para lo cual se dio una garantía de TES TRM por valor nominal de US\$1.100.000 en custodia de la Bolsa y ligada a la vuelta F.U. 815.

Así mismo, durante el testimonio se pusieron de presente las observaciones de la comunicación FU 815 de la UGC a Interbolsa S.A. "operaciones vueltas", según la cual la U.G.C. compró y vendió US\$6.000.000, TES TRM por valores de \$14.705.147.045,20 y \$14.759.161.236, cuya observación es: "Interbolsa reconoce a la U.G.C. por estas vueltas: Cincuenta y cuatro millones catorce mil ciento noventa pesos con ochenta cvs (\$54.014.190.80).

201

Al respecto, se le preguntó al Director del Fondo⁴⁶:

"Con base en los anteriores documentos, que tiene a su mano y vista, sírvase explicar en forma clara y detallada: en qué consistieron las operaciones; en qué términos fueron propuestas y, por qué la operación de la comunicación F.U. 814 esta "ligada" a la vuelta F.U. 815 RESPONDIÓ: Vale la pena aclarar que por un error de anotación de F.U. la F.U. 815 debe ser antes que la F.U. 814, y ya explico porque van ligadas. La operación 815 se estructuró con la firma comisionista, viendo las perspectivas del mercado, mirando un poco la devaluación que se venía para el año entrante. **Se pensó hacer una operación donde se pudiera generar una utilidad adicional y la propuesta fue vender hoy y comprar a futuro. La idea era comprar un título a futuro aprovechando una variación en tasas, bien sea tasa representativa del mercado, teniendo en cuenta el plazo y las condiciones que ya habíamos mencionado, como es la devaluación represada que podía desatarse en el año 2002. Bajo este concepto, como decimos coloquialmente, echamos los números y llegamos a una conclusión de que la cifra a la cual yo podía dar garantía a la bolsa y la cual el rector de la universidad me autorizó a para comprometerme a futuro era la suma de cinco millones quinientos mil dólares (TES TRM). Si bien es cierto, se tenía en cuenta la tasa posible de devaluación, la universidad quería sacar provecho propio de la operación, obviamente, e igualmente había un riesgo a futuro a la compra, por una posible TRM, mas bajita, estos conceptos los tuvo en cuenta el rector de la universidad para autorizar hacer la operación, el paso siguiente era que la firma con quienes habíamos estructurando la operación consiguiera el cliente a quien vendérselos el 19 de junio de 2002, él tendría que ayudar a vender ese día, porque igual el compromiso es de la U.G.C. Si por algún motivo la firma no existiere, el corredor no existiera para el 19 de junio, o no me ayudara, la universidad, en cabeza mía, era consciente de que tenía el compromiso de comprar y salir a liquidar el monto total, con las consecuencias del mercado. Por los riesgos que estaba asumiendo la universidad, que eran, una fluctuación del mercado, que la firma no existiera, que el corredor no existiera o, que por algún motivo, no me ayudarán a vender los títulos, así como la inmovilización de la garantía en la bolsa de valores, se estructuró con la firma o se planteó que la universidad recibiría ese día una comisión por algo más de cincuenta y cuatro millones. Entonces, para poder recibir la comisión en donde se hizo la vuelta con el F.U 814, porque de esos mismo seis millones TES TRM, de la F.U. 815 salen los cinco quinientos que yo me comprometo a comprar."**
(Negrillas fuera de texto)

Las denominadas vueltas en realidad eran de dos tipos. Unas que se realizaban en el mismo día y otras por futuros de divisas, bien sea por solicitud de la U.G.C. o de Interbolsa S.A. pero en ambos casos impulsadas por el pago de una comisión a cargo de la comisionista en favor de la Universidad.

⁴⁶ Fls. 171-172.AZ. 27

La operación glosada correspondió a una compra a futuro de divisas, que es un contrato mediante el cual el comprador se obliga a adquirir un activo con un precio establecido de antemano, denominado precio de futuro, exigible en la fecha de vencimiento del contrato. Si una vez llegado el vencimiento el precio futuro es mayor que el precio de liquidación, habrá beneficio, en caso contrario habrá pérdida.

La Sala precisa que las sociedades comisionistas de bolsa, están autorizadas para realizar operaciones por cuenta propia en el mercado primario o secundario de valores, según los artículos 2.2.3.1.⁴⁷ y 2.2.3.4.⁴⁸ de la Resolución 400 de 1995 de la Supervalores.

Los TES adquiridos fueron por transacciones hechas en el mercado secundario, las "papeletas"⁴⁹ de bolsa muestran que Interbolsa S.A. actuó en principio como intermediario en dicha operación e inclusive cobró comisión.

Revisada la orden de operación del Fondo Privado de Inversiones Unigran FU 814 del 19 de diciembre de 2001, se dejó constancia de una operación TES por valor total de \$14.508.421.343,5, con una utilidad a la U.G.C. de \$54.014.190,80⁵⁰, y que se reitera en oficio FU 814⁵¹ de la misma fecha. La anterior situación confirma que al momento de realizar la operación de futuros previamente a su liquidación y sin que hubieren actuado las fuerzas del mercado, Interbolsa S.A. se obligó a cubrir el riesgo de la operación anticipadamente.

⁴⁷ Artículo 2.2.3.1.- Definiciones.- Las operaciones por cuenta propia realizadas por sociedades comisionistas de bolsa en el mercado primario de valores serán las siguientes: 1. La adquisición temporal, dentro de la modalidad en firme, de toda o parte de una emisión con el objeto exclusivo de facilitar la distribución y colocación de los títulos. 2. La adquisición temporal del remanente de una emisión en desarrollo del acuerdo celebrado por la sociedad comisionista para colocar la totalidad o parte de una emisión bajo la modalidad garantizada. 3. La adquisición temporal de títulos emitidos por la Nación o por el Banco de la República, por entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria y de otros títulos inscritos en bolsa. Parágrafo.- Se denomina colocación en firme aquella en que la sociedad comisionista suscribe la totalidad o parte de una emisión de valores, obligándose a ofrecer al público inversionista los títulos así suscritos o adquiridos, en las condiciones de precio que se hubieren establecido en el contrato respectivo. Se denomina colocación garantizada aquella en la que la sociedad comisionista se compromete a colocar ☐ la totalidad o parte de una emisión de valores dentro de un plazo determinado, con la obligación de suscribir ☐ el remanente no colocado en dicho plazo.

⁴⁸ Artículo 2.2.3.4.- Definiciones.- Son operaciones por cuenta propia en el mercado secundario de valores aquellas adquisiciones de valores inscritos en bolsa que son realizadas por las sociedades comisionistas de bolsa con el objeto de imprimirle liquidez y estabilidad al mercado, atendiendo ofertas o estimulando y abasteciendo demandas, o con el propósito de reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta, dentro de las condiciones que aquí se establecen. La enajenación de los valores así adquiridos, se considerará también como operación por cuenta propia.

⁴⁹ Folios 210 a 211 az 27.

⁵⁰ Folio 209 az 27

⁵¹ Folio 6 az 27

203

Si bien es cierto que la U.G.C. inmovilizó una garantía de U.S. \$1'100.000⁵², y que al momento de liquidar la operación ella asumiría las resultas de la operación, la realidad es que el comisionista actuó no solo como un profesional intermediario de bolsa, sino que tuvo el control o dirección de la operación previa a su realización, durante su desarrollo y al momento de su liquidación, sin exponer su portafolio o su patrimonio, para lo cual pagó a la U.G.C. una comisión calculada varios meses antes del vencimiento de la operación, que no correspondía a los rendimientos propios de la operación de futuros que solo podrían ser conocidos al momento de liquidarse el contrato de futuros.

Un raciocinio similar es dable aplicar a la vuelta forward del oficio FU 884 del 27 de febrero de 2002⁵³, operación que también glosó la demandada por cuanto en ésta el supuesto inversor no tuvo en mente tomar una posición propia en dichas inversiones.

Como lo señaló la Superintendencia en la resolución sancionatoria, la U.G.C. tuvo una pérdida de \$86'900.000, y 8 días después, contados a partir del 20 de marzo de 2002, tuvo una utilidad por algo más de \$87'000.000, sin que en el entretanto la U.G.C. hubiera sido requerida por INTERBOLSA para honrar los compromisos y no esperar a una compensación de operaciones realizadas entre el 20 de marzo y el 14 de abril de 2002, cuando los cumplimientos en bolsa son al día y excepcionalmente al siguiente.

Las anteriores razones explican por qué la U.G.C. solo registraba en su contabilidad los resultados de la operación, es decir, las comisiones recibidas y no en forma individual las operaciones en bolsa, con la inversión inicial, la resultante y los rendimientos recibidos.

En estas condiciones, en estas operaciones de "vueltas" la posición propia era de la comisionista, quien ha debido registrar en su contabilidad dichas transacciones.

Ahora bien, como el argumento del recurso de apelación consiste fundamentalmente en que lo que importa para efectos de determinar la existencia o no de una posición propia no es el resultado final de la operación, sino la asunción del riesgo, esta Sala debe decir que esos dos elementos, en el caso en estudio, están íntimamente relacionados.

⁵² Folio 012 az 27

⁵³ Folio 167 az 27

284

En efecto, aunque se diga que en principio la Universidad La Gran Colombia estaba asumiendo el riesgo por el resultado de las operaciones (riesgo que consistía, según la declaración del Director del Fondo UNIGRAN en "**una fluctuación del mercado, que la firma no existiera, que el corredor no existiera o, que por algún motivo, no me ayudarán a vender los títulos, así como la inmovilización de la garantía en la bolsa de valores**"), lo cierto es que hechos posteriores terminaron desvirtuando la existencia de ese riesgo pues, como ya se dijo, los hipotéticos riesgos terminaron siendo asumidos por INETRBOLSA, incluso de manera anticipada a la realización de las operaciones.

En consecuencia, no prospera el cargo.

5) Violación del principio de *non bis in idem*

Respecto de la infracción consistente en el no registro de las operaciones realizadas con la Universidad la Gran Colombia, la apelante dice que debe entenderse que se trató de una sola conducta y no de dos, como lo entendió la Superintendencia. En su criterio, la tipicidad de la infracción establece que constituye falta el hecho de no registrar contablemente operaciones propias, con independencia del número de operaciones no registradas.

Es claro que, desde el punto de vista del derecho sancionatorio, cada conducta que constituya infracción debe individualizarse. El principio del *non bis in idem* consiste en la prohibición de que una misma conducta sea sancionada más de una vez por autoridades del mismo orden o bajo un mismo estatuto.

Sobre este principio, ha dicho la Corte Constitucional que "El *non bis in idem* se hace extensivo a todo el universo del derecho sancionatorio, (...) no acarrea la imposibilidad de que unos mismos hechos sean castigados por autoridades de distinto orden; tampoco que esos hechos sean apreciados desde perspectivas distintas. Pero sí conlleva que autoridades del mismo orden y mediante procedimientos diversos sancionen repetidamente la misma conducta, como quiera se produciría una inadmisble reiteración del ius puniendi del Estado, y de contera, un flagrante atentado contra la presunción de inocencia. (...) Como principio fundamental está inmerso en la garantía constitucional de la legalidad de los delitos y de las sanciones (*nullum crimen nulla poena sine lege*), puesto que su

205

efectividad está ligada a la previa existencia de preceptos jurídicos de rango legal que determinen con certeza los comportamientos punibles. De esta forma, dicho postulado se constituye en un límite al ejercicio desproporcionado e irrazonable de la potestad sancionadora del Estado"⁵⁴.

A su vez, la jurisprudencia ha precisado que "Para que se consolide un hecho igual que excluya un nuevo juzgamiento sobre el mismo, se requiere: a) Identidad del sujeto; b) Identidad de la conducta; c) Identidad de circunstancias de tiempo, modo y lugar"⁵⁵. Y, la Sala ha dicho que "el aludido principio jurídico significa que no es posible imponer doble sanción respecto de un mismo hecho, de forma tal que al derivarse la sanción de hechos diferentes, respecto de cada uno la ley establece válidamente una penalización separada"⁵⁶.

Ahora bien, según el literal a) del artículo 6 de la Ley 27 de 1990,⁵⁷ la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera) puede imponer a *"quienes violen las normas legales que regulen el mercado de valores o las entidades sujetas a su inspección y vigilancia, multas sucesivas hasta por cinco millones de pesos o hasta por un monto igual al valor de la operación realizada, si este último fuere superior a cinco millones de pesos"*⁵⁸.

La sanción prevista se impone por cada operación, bien sea mediante multas sucesivas o por un monto igual al de la operación efectuada. Ello significa que cada infracción que realiza el investigado origina la multa, en una de la dos modalidades anotadas y no como lo entendió la demandante, que con uno o más conductas que infringieran la misma norma solo se impondría una sanción.

En este caso, fueron dos las multas impuestas, una por cada operación en posición propia que no fue registrada en la contabilidad de la comisionista, esto es, por cada infracción. La primera, compra TES-TRM con vencimiento el 19 de junio de 2001 y la segunda, vuelta forward del 27 de febrero de 2002. Y, a pesar haber identidad del infractor y de tratarse de las mismas partes involucradas, fueron operaciones que se presentaron en diferentes circunstancias de tiempo y modo. Por ello, por cada transacción individualmente considerada podía imponerse una multa sin violar el principio de *non bis in idem*.

⁵⁴ Sentencia C-544 de 2001. M.P. Clara Inés Vargas

⁵⁵ Sentencia del 25 de agosto de 2010. Expediente. 1998-00569-01. C.P. Rafael Ostau de Lafont Pianeta

⁵⁶ Sentencia del 12 de febrero de 2010. Expediente. 17410. Martha Teresa Briceño de Valencia.

⁵⁷ El artículo 6 de la Ley 27 de 1990 fue derogado por el artículo 79 de la Ley 964 de 2005.

⁵⁸ El párrafo del artículo 6 prevé que las sumas en mención se ajustan anualmente según el IPC.

206

INTERBOLSA S.A. no fue juzgada dos veces por los mismos hechos, independientemente de que se hubiera vulnerado la misma norma en materia de registro de operaciones contables. En consecuencia no prospera el cargo.

6) Violación de las normas sobre la debida utilización de recursos de los clientes

El argumento de la apelación se puede resumir así:

Al momento de la visita practicada por la Superintendencia, advirtió que había una suma de dinero (\$198'270.899,24) recibida de clientes, que no se encontraba en caja, en bancos, ni invertida. La Superintendencia le endilgó a la comisionista de bolsa tres conductas. (i) Haber dado a esa suma un destino diferente al que indican las normas sobre mercado de valores, (ii) no contar con soportes escritos de las órdenes de reinversión de los dineros de los clientes, y (iii) aplicar indebidamente los fondos de los mandantes.

Según la apelante, no es cierto que a esos dineros se les hubiera dado un destino diferente. Lo que ocurre es que en el mercado de valores se aplica el principio de unidad de caja, el dinero es un bien fungible y la contabilidad no puede ser inmutable. Además, el Tribunal afirmó que a esos dineros se les dio un destino diferente pero no dijo cuál.

Respecto de esto, la Sala precisa que el numeral 5° de la Circular 099 de 1998 expedida por la Superintendencia de Valores, establece que es deber de las sociedades comisionistas mantener exclusivamente en caja o en bancos, las sumas de dinero recibidas de sus clientes.

El principio de unidad de caja consiste en que en una misma cuenta se llevan la totalidad de ingresos y egresos, pero ello no implica que la sociedad pueda dar libre destino a todos los dineros que recibe de sus clientes.

Es evidente que la contabilidad de las sociedades no es inmutable. Todos los días hay movimientos que deben quedar reflejados en la contabilidad. Pero esa mutabilidad es la que precisamente obliga a que en cualquier momento se pueda

establecer de manera clara y fidedigna el origen, destino y ubicación de los dineros que fluyen entre comisionista y clientes.

Que el Tribunal de primera instancia no haya determinado cuál fue el destino de esos dineros no es una falencia de la decisión de primera instancia, sino una consecuencia de la infracción misma en que incurrió INTERBOLSA, que no pudo nunca explicar el paradero de esas sumas de dinero.

Respecto de la conducta relacionada con la ausencia de órdenes de reinversión de dineros de los clientes, la Sala encuentra que el artículo 2.2.7.2. de la Resolución 400 de 1995 expedida por la Superintendencia de Valores (modificada por el artículo 1° de la Resolución 708 de 1997), establece:

Art. 2.2.7.2.- Modificado. Res. 708 de 1997, art. 1°. Facultades de la sociedad comisionista. En desarrollo de la actividad de administración de valores, la sociedad comisionista de bolsa sólo está facultada para ejercer en nombre y por cuenta de su mandante y siempre que cuente con la autorización expresa del mismo, las actividades que se mencionan a continuación:

1. Realizar el cobro de los rendimientos;
2. Realizar el cobro del capital;
3. Reinvertir las sumas que por capital o rendimientos llegue a cobrar de acuerdo con las que para cada caso particular imparta el cliente, las cuales deben tener el correspondiente soporte escrito;
4. Llevar a cabo la suscripción preferencial de los títulos que le correspondan en una nueva, y
5. Valorar a precios de mercado los títulos recibidos en administración.

Parágrafo.- La sociedad comisionista deberá informar al cliente sobre las facultades de que trata este artículo, para que éste pueda efectuar las correspondientes reservas o impartir las instrucciones que estime procedentes, de lo cual dejará la respectiva evidencia.

Es decir que, era deber de la comisionista de bolsa contar con la autorización expresa y por escrito, emitida por cada cliente, para reinvertir las sumas que por capital o rendimientos resultaran a favor de cada uno de los clientes.

No sobra agregar que el hecho de que INTERBOLSA hubiera invertido los recursos de sus clientes en títulos de renta fija o en acciones por ella emitidas, y que esas inversiones tuvieran un grado de riesgo equivalente para el

inversionista, no autorizaba a la comisionista para disponer libremente de los dineros dados en administración, ya que para esa administración la comisionista de bolsa debía someterse a las instrucciones dadas por el mandante.

Así mismo, en el presente cargo la Superintendencia no objetó, como lo entendió la demandante, el hecho de que la comisionista hubiera promovido la venta de las acciones por ella emitidas, pues, el reparo consiste en el uso indebido de los dineros de los clientes, especialmente porque no demostró en el corte contable de 31 de julio de 2002, que el total de los dineros recibidos de sus clientes estaban en caja, en bancos o invertidos, situación agravada por cuanto no obtuvo autorización previa de estos para su inversión. En consecuencia, no prospera el cargo.

7) Nulidad de la sanción por operaciones no representativas del mercado

La recurrente estima que el literal b) del artículo 6° de la Ley 27 de 1990⁵⁹ autorizó a la Superintendencia para sancionar por la realización de operaciones no representativas del mercado, facultad que no podía ejercer por cuanto dicha expresión carece de definición legal previa.

Para ello, se apoyó en la sentencia C-406 de 2004 de la Corte Constitucional, que encontró exequible condicionalmente el artículo 6° citado, "en el entendido de que previamente al hecho o al acto objeto de investigación la Superintendencia de Valores establecerá de manera general los criterios técnicos y especializados con los cuales determinará qué es una operación no representativa del mercado", salvo la expresión "suficientemente", que se declaró inexecutable.

El *a quo* concluyó que, la sanción por realizar operaciones no representativas del mercado era procedente, porque la sentencia C-406 de 2004 de la Corte Constitucional no tenía efectos retroactivos. Que el concepto y tipicidad de las operaciones no representativas del mercado debía interpretarse como lo hizo la Corte Suprema de Justicia en la sentencia del 30 de enero de 1994, y que en el

⁵⁹ Ley 27 de 1990:

Artículo 6o. De ciertas sanciones pecuniarias que puede imponer la Comisión Nacional de Valores. La Comisión Nacional de Valores, sin perjuicio de las facultades que le asignan las leyes vigentes, tendrá además las siguientes:

(...)

b) Imponer multas hasta de cinco millones de pesos cada una, según la gravedad de la infracción, a quienes directamente o a través de interpuestas personas realicen operaciones que no sean suficientemente representativas de la situación del mercado.

caso concreto fue la falta de órdenes de inversión de los clientes y la no formación del precio libre de la acción lo que configuró la infracción sancionada.

La demandada coincide con los argumentos del Tribunal, aunque en su criterio el artículo 8(4) del Decreto 1172 de 1980 no es una norma en blanco, porque de ella dimana con claridad cuál conducta constituye una violación a las normas del mercado, máxime que la Superintendencia tiene un amplio conocimiento y vasta experiencia en la materia.

Es importante recalcar, en primer lugar, que los actos sancionatorios fueron proferidos antes del 4 de mayo de 2004, fecha de expedición de la sentencia C-406 de la Corte Constitucional.

Además, como la parte resolutive de dicha sentencia no moduló sus efectos, debe entenderse que el fallo produce efectos a partir de su expedición, según lo ordena el artículo 45 de la Ley 270 de 1996⁶⁰, y no de forma pretérita, como pretende la demandante.

Ahora bien, para la época de ocurrencia de los hechos (años 2001 y 2002) y de la expedición de los actos acusados, el entendimiento de la potestad sancionatoria del Estado en materia de operaciones no representativas del mercado, tuvo en cuenta la sentencia del 30 de enero de 1994 de la Corte Suprema de Justicia, que declaró exequible el numeral 4 del artículo 8 del Decreto 1172 de 1980⁶¹.

En esa oportunidad, la Corte precisó:

"Seguramente que no se haya dado disposición alguna que indique de manera expresa o taxativa cuales operaciones no son representativas de las condiciones del mercado, pero éstas si son determinables a la luz de los hechos que constituyen ese mercado y las reglas que lo normativizan, sobre todo si quienes han de hacerlo reúnen las calidades de versación y experiencia que debieron acreditarlos para el desempeño de los cargos que ocupan en la Comisión Nacional de Valores, como es de suponer. El Decreto 1172 de 1980, " por el cual se regula la actividad de los comisionistas de bolsa", y al que pertenece la disposición impugnada es uno de esos estatutos que dan suficientes elementos para definir las características del mercado de valores y sus condiciones en un momento determinado.

⁶⁰ Artículo 45. Reglas sobre los efectos de las sentencias proferidas en desarrollo del control judicial de constitucionalidad. Las sentencias que profiera la Corte Constitucional sobre los actos sujetos a su control en los términos del artículo 241 de la Constitución Política, tienen efectos hacia el futuro a menos que la Corte resuelva lo contrario.

⁶¹ Artículo 8°. Prohibase a las sociedades comisionistas de Bolsa a sus socios y sus administradores:

(...)

4. Realizar operaciones que no sean representativas de las condiciones del mercado, a juicio de la Comisión Nacional de Valores.

290

Para el caso la referencia legal a las condiciones del mercado y la correspondencia con ellas de parte de las operaciones que realicen los comisionistas individualmente o asociados, no solo constituye un criterio para el juicio de la Comisión Nacional de Valores que es la encargada de analizar los hechos y calificarlos, porque su autoridad en la materia así lo recomienda, sino que ofrece abundantes elementos que permiten llegar a la determinación del comportamiento que se prohíbe, no de manera caprichosa, sino ajustándose a una realidad mercantil muy concreta, y señalada con claridad y precisión suficientes. Lo demás, es el margen indispensable para que la autoridad que ha de analizar y calificar los hechos lo haga por su propio criterio, con indispensable elasticidad y con la objetividad que según ya se dijo, debe garantizar su experiencia y su ciencia en estos menesteres de la economía financiera, como lo afirma acertadamente el Procurador, el principio de legalidad no supone la eliminación de todo ingrediente de apreciación o valoración del juzgador sino la suspensión de las valoraciones puramente subjetivas, caprichosas o arbitrarias."

El juez constitucional consideró que no se violó el principio de legalidad, por cuanto el conocimiento del mercado público de valores por la autoridad financiera, aunado al estudio de la realidad de cada operación, constituían elementos suficientes para establecer el comportamiento prohibido, sobre unas bases concretas y precisas. Para ello, debía calificar los hechos según su autorizado criterio, bajo unos parámetros de elasticidad y objetividad de acuerdo con las reglas de la experiencia.

En la época de la infracción y de la imposición de la sanción, esta conclusión resultaba igualmente aplicable al literal b) del artículo 6 de la Ley 27 de 1990, que autorizó a la Comisión Nacional de Valores, para imponer multas a quienes realicen operaciones que no sean suficientemente representativas de la situación del mercado.

Lo anterior, por cuanto dicha norma, al igual que el numeral 4 del artículo 8 del Decreto Ley 1172 de 1980, no definió qué son operaciones no representativas del mercado, pero sí asignó a la misma autoridad dicha potestad sancionatoria (cuya transformación en Superintendencia fue ordenada por el artículo 52 constitucional transitorio)⁶².

Por ello, al ser aplicable la interpretación que la Corte Suprema de Justicia dio al término de operaciones no representativas del mercado, y así mismo revisado el procedimiento seguido por la Superintendencia y las razones que sustentaron la sanción, se tiene que no obró de forma arbitraria o caprichosa. Por el contrario, fue luego de un estudio pormenorizado y soportado en pruebas legales y oportunamente recaudadas, que impuso la sanción que está ajustada a derecho.

⁶² Artículo transitorio 52. A partir de la entrada en vigencia de esta Constitución, la Comisión Nacional de Valores tendrá el carácter de Superintendencia. El Gobierno Nacional dispondrá lo necesario para la adecuación de dicha institución a su nueva naturaleza, sin perjuicio de lo que al respecto podrá disponer el Gobierno en desarrollo de lo establecido en el artículo transitorio 20.

291

De otra parte, la demandante manifestó que el *a quo* no se pronunció sobre todas las pretensiones de la demanda, al concluir que el cargo de operaciones no representativas del mercado fue resuelto en otro acápite de la sentencia, cuando en realidad se omitió resolver sobre uno de los extremos de la litis.

La Sala estima que no son ciertas las afirmaciones de la demandante, porque la sentencia que negó las pretensiones del séptimo cargo denominado "violación de las normas en que deberían fundarse los actos impugnados y falsa motivación de los mismos, relativa a la sanción por operaciones no representativas del mercado"⁶³, revisó de forma detallada cada una de los hechos que originaban la sanción.

El *a quo* encontró probado que para la adquisición de las acciones emitidas por Interbolsa S.A. S.A. ésta dispuso de los dineros sin autorización de los clientes, situación que alteró las reglas de la libre oferta y demanda del mercado público de valores, cuyo efecto es la formación artificial del precio de la acción, que, además, es un manejo indebido de los recursos de los inversionistas. De manera que no le asiste razón a la demandante.

Adicionalmente, revisada la resolución sanción respecto de la infracción "realización de operaciones no representativas del mercado", la Superintendencia para tal fin tuvo en cuenta los siguientes aspectos⁶⁴:

- Por haber operado la caducidad de la facultad sancionatoria, las 114 operaciones realizadas entre el 9 de noviembre y el 23 de diciembre de 2000 no fueron objeto de sanción.
- Los recursos de los clientes fueron utilizados por Interbolsa S.A. sin su autorización, para crear un mercado artificial para la negociación de las acciones de la comisionista. Tal situación es verificable con los testimonios de Xiomara Arias Marín, Rocío Esperanza Hernández Arenas, Esther Evangelina Velásquez de Alzate, y del representante legal la Zona Pastoral Episcopal, quienes desconocían el destino de sus dineros y aún así les fue garantizada una rentabilidad. Igualmente, la comisionista aportó sólo 9 autorizaciones de compra de un total de 50 clientes, que invirtieron en la acción de INTERBOLSA S.A.
- Se demostró la ausencia de puja en bolsa, respecto de las operaciones de compraventa de las acciones de Interbolsa S.A., comprendidas entre el 3 de julio

⁶³ Folios 663 a 673 del cuaderno principal.

⁶⁴ Folios 27 a 28 del cuaderno 2 de antecedentes administrativos.

de 2001 y el 31 de diciembre de 2002, Ello implica la falta de interés en las acciones ofertadas, que tuvo un mercado reducido y limitado en la formación de precios, pues en 5 meses se negociaron 329 veces y con tiempo de exposición en rueda entre 20 y 60 segundos y con único operador que fue INTERBOLSA S.A.

El mercado de valores se vio afectado por la existencia de un preacuerdo en el valor de compraventa de la acción de \$2.500 efectuado entre INTERBOLSA S.A. y sus clientes, lo que generó un valor que no correspondía al de mercado, que fluctuó en bolsa entre \$1.000 a \$1.249 en el período investigado. La negociabilidad de la acción fue aparente, porque ciertos clientes de la comisionista no autorizaron su compra, lo que permitió la "financiación" de los accionistas en el proceso de capitalización.

La Sala precisa que fueron estos los aspectos que llevaron a la Superintendencia, a concluir que INTERBOLSA S.A. realizó operaciones no representativas del mercado en el proceso de capitalización, los cuales se comparten por haberse demostrado:

1- Varios clientes de INTERBOLSA S.A. no autorizaron la inversión de compra de acciones de la sociedad comisionista, con lo cual la acción tuvo un movimiento que no correspondía a la realidad del mercado, es decir, se transó más veces en rueda sin que existiera voluntad de negociación del inversionista que desconocía dicha operación⁶⁵.

2- Tales transacciones permitieron a INTERBOLSA S.A. desarrollar un proceso de capitalización, con base en operaciones que no fueron autorizadas y que tenían el carácter de provisional, porque, además, buscaban cubrir los vencimientos de rentabilidad ofrecidos por INTERBOLSA S.A. superiores al rendimiento de un CDT en un punto o uno punto cinco adicionales, respecto de los clientes que creían que sus recursos estaban invertidos en títulos de renta fija, política que desconoce que las obligaciones de los comisionistas de bolsa son de medio y no de resultados⁶⁶.

3- Los clientes y empleados de INTERBOLSA manifestaron que hubo un precio pactado de \$2.500 pesos por acción, bien sea para su adquisición y venta, precio que no tiene relación ni con el valor de \$1.000 de la emisión, ni con el de

⁶⁵ Folios 190 a 195 del cuaderno 2 de antecedentes administrativos.

⁶⁶ Folio 197 del cuaderno 2 de antecedentes administrativos.

293

Bolsa que registró precios de \$1.237, \$1.242, y \$1.258, que son las cifras reales del mercado⁶⁷.

En consecuencia, las conductas realizadas por Interbolsa S.A. eran contrarias a la realidad del mercado de valores, no obedecieron a las leyes de la oferta y la demanda, y, por el contrario, la comisionista envió señales distorsionadas al mercado sobre el valor y negociabilidad creciente de la acción. En consecuencia, no prospera el cargo.

8) Desproporción de las sanciones impuestas

La recurrente sostiene que la Superintendencia solamente puede imponer una multa por cada proceso sancionatorio y que de aceptarse que se pueda imponer una multa por cada cargo imputado, se violaría el límite máximo a que alude el artículo 6 de la Ley 27 de 1990.

También estima que las multas violaron los artículos 13 y 29 constitucionales y 6 de la Ley 27 de 1990, pues la sanción máxima por cada proceso sancionatorio era de cinco millones de pesos (\$5'000.000), que actualizado a la fecha de imposición de la sanción equivalía a \$ 40'275.732 y no \$140'827.196, como se dispuso en los actos sancionatorios.

Añade que se violó el principio de legalidad de las penas, porque la realización de operaciones no representativas del mercado es castigada con multa y no con suspensión, según el literal b) del artículo 6 de la Ley 27 de 1990. Además, que la falta de valoración del oficio 06-1441 del 15 de septiembre de 2006 demuestra que previo a la expedición de los actos acusados, ningún comisionista de bolsa había sido sancionado con la suspensión de la inscripción del registro intermediarios de bolsa.

La Sala reitera que para establecer el límite de las multas que podría imponer la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera), debe aplicarse el artículo 6 de la Ley 27 de 1990, según el cual, dicha entidad podrá imponer respecto de quienes desobedezcan las decisiones de la Superintendencia o violen las normas legales que regulen el mercado de valores o las entidades sujetas a su inspección y vigilancia, multas sucesivas hasta por \$5'000.000 o hasta por un monto igual al valor de la operación realizada, si este último fuere superior a la suma mencionada.

⁶⁷ Folios 207, 211, 212, 214, 216, 217 y 218, del cuaderno 2 de antecedentes administrativos.

299

Según la norma citada las multas, que pueden ser sucesivas, proceden respecto de cada infracción. Las multas impuestas a INTERBOLSA S.A. fueron:

1. Por atraso en libros de comercio, la suma de \$20'000.000. por cuanto en la visita 358 del 29 de agosto de 2002, se estableció que INTERBOLSA S.A. no tuvo actualizado el libro de órdenes sobre acciones y bonos convertibles en acciones entre los días 12 y 19 de agosto de 2002 y que los libros diario, mayor y balance el último registro contable fue del 30 de abril de 2002. Al respecto, se negará el cargo con base en los argumentos expuestos en el acápite de sanción por atraso en los libros de contabilidad. Además, la sanción se impuso por la mitad del máximo permitido para la época de la multa (\$40'275.732).
2. Por no reconocimiento de hechos económicos en la contabilidad, la suma de \$40'275.732. porque INTERBOLSA, al pagar el 24 de enero de 2002 los créditos adquiridos por sus empleados con el Banco de Occidente, lo hizo contra el reconocimiento futuro de las comisiones o bonificaciones de producción de sus empleados. Por ello, debió registrar contablemente dicha operación como una cuenta por cobrar y no como un gasto.

No procede el cargo, porque la Superintendencia podía sancionar por la suma total de la operación, es decir, por \$617'907.343; sin embargo, optó por el máximo legal de \$40'275.732.

3. Por dos operaciones por cuenta propia no registradas en la contabilidad, impuso una multa de \$40'275.732 respecto de cada operación. Lo anterior obedeció a que las operaciones de compra de futuros de divisas y forward realizadas por intermedio de la Universidad la Gran Colombia, eran por cuenta propia de INTERBOLSA y debió registrarlas en su contabilidad.

No procede el cargo. La operación de compra de futuros pactada el 19 de diciembre de 2001 y con vencimiento el 19 de junio de 2002, fue por valor de \$14.508'421.435 y las transacciones forward con fecha de cumplimiento del 20 de marzo de 2002 fueron, una por \$4.636'000.000 y otra por \$4.549'060.000. Sin embargo, la Superintendencia impuso una multa de \$40'275.732 por cada una de las infracciones, cuando la norma vigente (artículo 6 de la Ley 27 de 1990) permitía imponer multas hasta por el valor de la transacción.

De otra parte, se reitera que cada una de las infracciones son independientes en cuanto a las condiciones de modo y tiempo, con lo cual, cada comportamiento

debe ser mirado de forma separada pero circunscrito al tipo o clase de operación realizada.

En consecuencia, la comisionista infringió en dos ocasiones diferentes el ordenamiento jurídico, con conductas que llevaron al no registro en la contabilidad de las transacciones realizadas. Por ello, debía imponerse la respectiva sanción por cada una de las conductas.

Ahora, que en un mismo procedimiento administrativo se investiguen y sancionen diferentes conductas lesivas al ordenamiento jurídico, es un desarrollo de los principios de unidad y economía procesal, sin que ello signifique que la autoridad solo pueda sancionar una sola vez al infractor que realizó múltiples conductas reprochables, pues, así quedarían sin sanción las otras conductas y bastaría con la comisión de una ellas para enervar el poder sancionatorio del Estado.

De otra parte, la suspensión de la inscripción de INTERBOLSA S.A. en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, tuvo origen en la destinación diferente a los dineros de los clientes, ausencia de soporte escrito de las órdenes de reinversión emitidas por los clientes a quienes la firma administra valores, la indebida aplicación de fondos del mandante y realización de operaciones no representativas del mercado.

La suspensión se encuentra autorizada por los literales b) y c) del artículo 3 de la Ley 32 de 1979, cuando el intermediario realice operaciones que no sean suficientemente representativas de la situación del mercado y sus actuaciones puedan comprometer la seguridad de este.

Con las conductas sancionadas INTERBOLSA infringió varias veces las normas del mercado público de valores y diferentes intereses jurídicos tutelados legalmente. A su vez, excedió la facultades como mandatario, al invertir sin autorización previa de su cliente en acciones por ella emitidas, con lo cual, dio un destino diferente a los recurso de los inversionistas.

Adicionalmente, estas operaciones no fueron representativas del mercado, dado que la acción tuvo una negociabilidad que resultó ser aparente, pues, los clientes de INTERBOLSA no la tuvieron como opción de inversión, lo que significó ante el mercado que las acciones de la comisionista de bolsa eran atractivas y por ello fueron adquiridas en su totalidad, cuando en realidad en bolsa durante los exiguos tiempos de exposición no hubo puja, siendo un título carente de interés para el mercado.

Igualmente, quedó demostrado que a pesar de que la acción en bolsa marcó un precio máximo de \$1.347, esta tuvo como precios de salida y entrada garantizados por la comisionista de \$2.500, que no correspondía al resultado de la interacción libre de las fuerzas del mercado, y que constituye una operación no representativa.

Cuando las conductas de una comisionista, a más de violar normas sobre el manejo de recursos de los clientes, crea una realidad aparente o artificial, ocasiona un riesgo en la seguridad al mercado de valores, pues, de esta manera atrae nuevos clientes en desarrollo de una actividad que se hace creer que no tiene riesgos o que los riesgos son mínimos, por estar acordado no solo el precio de la acción sino sus rendimientos, que en materia de acciones no puede ser garantizado por la comisionista.

En estas condiciones, la sanción de suspensión ordenada era la procedente, por la multiplicidad de conductas reprochables cometidas, las varias vulneraciones a diferentes intereses jurídicos tutelados y el riesgo en que puso a sus clientes y a la comunidad inversionista, en detrimento de la seriedad y transparencia del mercado público de valores.

Por lo demás, revisada la certificación de la Superintendencia Financiera de Colombia del 8 de septiembre de 2006, informa que entre el 30 de marzo y el 30 de abril de 2005, fueron suspendidas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, por realizar operaciones no representativas del mercado, dos sociedades comisionistas de su inscripción como intermediarios.⁶⁸

Si bien es cierto que la demandante fue la primera sociedad comisionista en ser suspendida del aludido registro por realizar operaciones no representativas del mercado, dicha certificación no prueba la violación al derecho de igualdad, porque la demandante no señaló específicamente cuáles fueron los casos de conductas análogas a las estudiadas que fueron sancionadas con multa. Además, la sanción de suspensión fue impuesta teniendo en cuenta los aspectos fácticos particulares de la actora, que no necesariamente son imputables a otros intermediarios del mercado de valores.

En estas condiciones el juzgador no puede comparar en abstracto con base en supuestos facticos y juicios hipotéticos de desigualdad, que solo puede efectuar mediante el cotejo de situaciones específicas.

⁶⁸ Folios 478 a 482 del cuaderno principal.

Finalmente, la imposición y conocimiento público de la sanción de suspensión no originó el riesgo al mercado de capitales, pues, éste fue el resultado de las conductas de la comisionista. Además, que la sanción sea conocida por la comunidad inversionista es sano para el mercado de valores, pues, muestra que operadores han incumplido sus deberes profesionales y, a su vez, que las autoridades han investigado y sancionado conductas irregulares, a fin de mantener el normal funcionamiento del mercado y disuadir a quienes pretendan infringir la normatividad vigente. En consecuencia, se niega el cargo.

Las razones que anteceden son suficientes para confirmar la providencia recurrida.

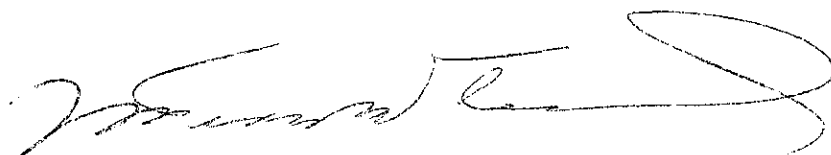
En mérito de lo expuesto, el Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, administrando justicia en nombre de la República y por autoridad de la ley,

FALLA

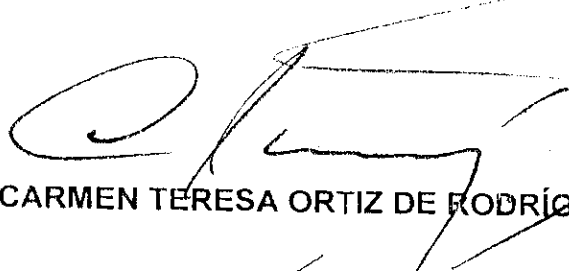
CONFÍRMASE la sentencia apelada.

Cópiese, notifíquese, comuníquese y devuélvase el expediente al Tribunal de origen. Cúmplase.

La anterior providencia se estudió y aprobó en sesión de la fecha.



MARTHA TERESA BRICEÑO DE VALENCIA



CARMEN TERESA ORTIZ DE RODRÍGUEZ



JUAN RAFAEL BRAVO ARTEAGA

Conjuez