Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

BMC Bolsa Mercantil de Colombia S.A.
Resolución No. 137 de la Sala Plena de la Cámara Disciplinaria
(14 de septiembre de 2026)

Por medio de la cual se decide un recurso de apelación

La Sala Plena de la Cámara Disciplinaria de BMC Bolsa Mercantil de Colombia S.A., en adelante la "Bolsa", en ejercicio de las facultades que le confieren la Ley, los Estatutos y el Reglamento de Funcionamiento y Operación de la Bolsa, en adelante el "Reglamento", procede a resolver un recurso de apelación, previas las siguientes consideraciones.

1. Antecedentes

Por conducto de la Secretaría de la Cámara Disciplinaria, la Sala Plena conoce del recurso de apelación interpuesto por el Jefe del Área de Seguimiento (E) en contra de la Resolución No. 516 del 8 de julio de 2026, mediante la cual, en Sala de Decisión, la Cámara Disciplinaria decidió en primera instancia respecto del pliego formulado en contra del Dr. Julián Andrés Carrillo González, en adelante "el investigado".

Previo estudio del pliego de cargos elevado, de los descargos, del acervo probatorio y, en general, del expediente que reposa en la Secretaría de la Cámara Disciplinaria, la Sala de Decisión determinó exonerar de responsabilidad disciplinaria al Dr. Julián Andrés Carrillo González, por los cargos consistentes en: (i) la obstaculización de la libre concurrencia y la interferencia de otros en la negociación celebrada a través del SEB el 21 de febrero de 2024, que dio origen a la operación No. XXX133 y (ii) la violación[1] del deber de lealtad, en la negociación celebrada a través del SEB el 21 de febrero de 2024, por no haber obrado de manera íntegra, franca, fiel y objetiva en relación con todos los operadores habilitados para participar en la subasta.[2]

La Sala Plena que conoció del recurso fue integrada por los doctores Luis Fernando López Roca, Isabella Bernal Mazuera, Andrés Alvis Méndez, Rodrigo Espinosa Palacios y Fabio Humar Jaramillo, al no haber conocido del proceso en primera instancia. En sesión No. 491 del 14 de septiembre de 2026, el Dr. Luis

[1] Conducta que se considera violatoria del **artículo 5.2.1.13.** del Reglamento que establece: ***"Manipulación del mercado.*** *Las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa y las personas naturales vinculadas a éstas deberán abstenerse de realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o coadyuvar con operaciones o cualquier otro acto relacionado que tenga por objeto o efecto: (…) 3.1.1.5. Obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre commodities, servicios,* documentos, títulos, valores, derechos, derivados o contratos.

[2] Conducta considerada contraria al **artículo 5.1.3.4.** del Reglamento que indica: ***"Lealtad****. Las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa y las personas naturales vinculadas a éstas deben actuar con lealtad, entendida como la obligación que tienen los agentes de obrar simultáneamente de manera íntegra, franca, fiel y objetiva, con relación a todas las personas que intervienen de cualquier manera en el mercado. En desarrollo del principio de lealtad las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa y las personas naturales vinculadas a éstas deberán, entre otras conductas: (...) 6. Abstenerse de incurrir en conductas contrarias a la ley, los reglamentos y demás normatividad vigente que regule la actividad de las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa*.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Fernando López Roca fue designado como Presidente de la misma. Una vez iniciada la Sala, el Dr. Alvis presentó su impedimento mediante comunicación dirigida a la Secretaría[3], con base en la causal: *"Haber conocido o conceptuado sobre los hechos o el asunto concreto objeto de la investigación."* En la misma sesión, los restantes miembros deliberaron sobre la manifestación de impedimento presentada y, tras evaluar las razones que la sustentaban, las encontraron fundadas y suficientes para declarar configurado el impedimento.

En consecuencia, al mantenerse el quórum deliberatorio exigido por el Reglamento,[4] la Sala Plena continuó sesionando válidamente con la participación de cuatro de sus miembros, quienes conservaron plena competencia para deliberar y adoptar las decisiones correspondientes. En seguida, y de conformidad con lo previsto en el artículo 2.3.3.2 del Reglamento, la Sala Plena avocó el conocimiento del recurso, examinó los hechos que dieron lugar a la decisión, las pruebas obrantes en el expediente, el contenido de la resolución recurrida, así como los argumentos formulados tanto por el Área de Seguimiento como por el investigado y, finalmente, aprobó por unanimidad el presente fallo.

2. Recurso de Apelación

2.1. Procedencia del recurso.

En ejercicio del derecho conferido por virtud del principio de doble instancia previsto en el artículo 2.5.2.1.1 del Reglamento, desarrollado en los artículos 2.5.2.1.6 y siguientes del mismo cuerpo normativo, y habiendo sido notificado de la Resolución 516 el 31 de julio de 2026, vía correo electrónico, el Jefe del Área de Seguimiento (E) interpuso recurso de apelación en contra de aquella, dentro del término otorgado reglamentariamente, el 13 de agosto de 2026, controvirtiendo el fallo proferido por la Sala de Decisión.

2.2. Contenido del recurso de apelación interpuesto por el Área de Seguimiento.

Mediante el escrito radicado en la Secretaría de la Cámara Disciplinaria, el recurrente expone los siguientes argumentos:

---

[3]Como fundamento de su manifestación el dr. Alvis señaló que: **(i)** la sociedad comisionista a la cual se encuentra vinculado en calidad de operador remitió pruebas en cumplimiento de lo dispuesto en la Resolución proferida por la Sala de Decisión dentro del referido expediente; y **(ii)** en su calidad de operador, participó en la negociación efectuada en rueda de negocios de la Bolsa que fue objeto del pliego de cargos formulado en el Expediente No. 265. En consecuencia, manifestó encontrarse impedido para integrar la Sala Plena que decidirá sobre los cargos formulados en dicho expediente, con fundamento en la causal prevista en el numeral 3 del artículo 2.5.3.1 del Reglamento, relativa a "haber conocido o conceptuado sobre los hechos o el asunto concreto objeto de la investigación.

[4] Al respecto, el artículo 2.3.3.8. del Reglamento establece: *"**Quórum deliberatorio y mayorías.** La Sala Plena de la Cámara Disciplinaria y las salas de decisión deliberarán válidamente con la presencia de al menos la mitad de sus miembros y las decisiones se adoptarán con el voto de la mayoría de los presentes. En caso de que la respectiva Sala estuviere conformada por un número impar de personas, el quórum deliberatorio se calculará como el resultado de dividir el número de miembros entre dos (2) y acercando el resultado al número entero superior."*

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

2.2.1. Consideración preliminar: Controversia probatoria.

El recurso presentado controvierte el método de valoración probatoria empleado por la Sala de Decisión para examinar la hipótesis formulada en el pliego de cargos, así como las inferencias probatorias que extrajo de los hechos. Insiste en que, mientras el Área estructuró la imputación a partir de una secuencia de hechos apreciados de manera conjunta, la Sala los analizó de manera independiente, exigió que cada uno acreditara autónomamente la manipulación y terminó resolviendo una hipótesis distinta de la realmente sometida a decisión.

Así las cosas, manifiesta que la Sala de Decisión anuncia desde sus primeras consideraciones que efectuará una valoración integral del comportamiento atribuido al investigado. Sin embargo, en el desarrollo de la motivación se evidencia un método distinto, cada uno de los hechos es examinado de forma separada y descartado por carecer de eficacia demostrativa autónoma. En otras palabras, expresa que la Sala afirma realizar un análisis integral, pero desarrolla una valoración fragmentada del acervo probatorio.

Agrega que, ese método condujo a la Sala de Decisión a responder preguntas distintas de las planteadas en la imputación. Así, examinó si el investigado tenía un deber jurídico autónomo de solicitar un tercer aplazamiento; si el SEB funcionó conforme a su parametrización; si los operadores habilitados presentaron postura para participar en la respectiva subasta; si el tiempo en que transcurrió la negociación demostraba por sí solo una actuación concertada; o si el vínculo conyugal entre los operadores constituía un fundamento independiente de responsabilidad, cuando en realidad ninguna de esas proposiciones, considerada aisladamente, correspondía a la hipótesis fáctica y probatoria formulada en el pliego de cargos.

Por lo expuesto, señala el recurrente que su planteamiento es diferente y que la imputación se sustentó en que una serie de circunstancias objetivamente acreditadas, apreciadas de manera convergente, permitían inferir que el imputado controló materialmente el momento efectivo de apertura de la subasta, sin que los demás operadores tuvieran esa información, generando así una interferencia objetiva que restringió la libre concurrencia. Considera que la valoración del material probatorio no puede efectuarse de manera fragmentada, aislando cada elemento de convicción y exigiéndole, individualmente considerado, la capacidad de acreditar por sí solo la conclusión que se pretende demostrar. Por el contrario, insiste en que corresponde apreciar los distintos elementos en conjunto y establecer las relaciones de convergencia, concordancia y corroboración que puedan existir entre ellos.

Sobre este particular, trae a colación lo indicado por la Sala de Casación Penal de la Corte Suprema de Justicia, en sentencia SP1467-2016 del 12 de octubre de 2016, radicación 37175, que cuestionó precisamente una metodología de análisis consistente en fraccionar los distintos datos probatorios para examinarlos aisladamente, desconociendo la fuerza inferencial que puede resultar de su consideración conjunta. La relevancia de esta regla radica en que un determinado elemento, considerado de manera individual, puede resultar insuficiente para sustentar una conclusión y, sin embargo, adquirir una significación probatoria distinta cuando se examina en relación con los demás elementos acreditados, particularmente cuando estos convergen hacia una misma conclusión y no se excluyen entre sí.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Aplicado al presente asunto, considera el Área que no resulta suficiente analizar de manera aislada, si el SEB permitía técnicamente ingresar una postura con posterioridad al horario inicialmente programado, si el investigado estaba obligado a solicitar un nuevo aplazamiento, si el tiempo en que transcurrió la negociación demostraba por sí solo una actuación concertada o si el vínculo conyugal constituía un fundamento independiente de responsabilidad, para concluir, respecto de cada uno, que no demostraba autónomamente la existencia de la conducta investigada.

Insiste en que era necesario determinar qué conclusión surgía de su apreciación conjunta y, en particular, establecer si la coincidencia y convergencia entre los hechos puestos de presente en el pliego de cargos permitía inferir razonablemente que *"la conducta del operador es típicamente subsumible en la infracción consistente en obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre servicios, consagrada en el artículo 5.2.1.13. del Reglamento, en este caso del servicio de vigilancia y seguridad privada con medios tecnológicos. (…)",* con lo cual, por consiguiente, *"no obró de manera íntegra, franca, fiel y objetiva en relación con todos los operadores que estaban habilitados para participar en la negociación del Boletín Informativo tantas veces mencionado, tal como lo exige el artículo 5.1.3.4. del Reglamento*".

Sumado a lo expuesto, indica que la propia Sala reconoce, entre otras circunstancias, que la subasta fue reprogramada en dos oportunidades; que el último horario comunicado oficialmente al mercado correspondía a las 11:10 a.m.; que la postura inicial fue ingresada a las 11:20:03 a.m.; que la postura de venta se presentó pocos segundos después; y que la operación fue adjudicada a la sociedad comisionista en la cual actuaba como operadora la cónyuge del investigado. En consecuencia, considera que el defecto de valoración no radica únicamente en el alcance individual que la Sala de Decisión atribuyó a cada hecho, sino en haber prescindido de la fuerza demostrativa que podía resultar de su articulación.

En ese orden de ideas, resalta que la valoración integral, tanto de los hechos como del acervo probatorio permite concluir que la conducta desplegada por el investigado se subsume en la modalidad de manipulación consistente en obstaculizar la libre concurrencia e interferir en las ofertas, prevista en el artículo 5.2.1.13 del Reglamento, por cuanto, en su condición de operador radicador, controló el momento efectivo de apertura de la subasta y generó una asimetría informativa objetivamente apta para comprometer la posibilidad de los operadores no radicadores de concurrir en condiciones de igualdad a la negociación. Por la misma vía fáctica, insiste en que dicha actuación comportó el desconocimiento del deber de lealtad previsto en el artículo 5.1.3.4 del Reglamento.

2.2.2. Valoración de la prueba indiciaria en el presente caso.

Del mismo modo reitera el recurrente que la conducta investigada no fue sustentada en una prueba directa de concertación ni en la existencia de una comunicación expresa entre los operadores involucrados. Establece que el pliego de cargos construyó la imputación a partir de hechos objetivamente acreditados cuya convergencia permite inferir la existencia de una actuación manipulativa y que, en ese tipo de razonamiento, la fuerza demostrativa no proviene de que cada hecho, individualmente considerado, acredite por sí solo la conducta investigada, sino que surge de la relación lógica existente entre los distintos hechos, de su concordancia temporal y operativa y de su capacidad para reforzarse

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

recíprocamente. Por ello, considera el Área que no resulta metodológicamente correcto examinar separadamente cada uno de los hechos, tales como la ausencia de un nuevo mensaje broadcast; el ingreso tardío de la postura inicial; el tiempo que tomó ingresar la postura contraria; la inexistencia de otras subastas; la existencia previa de la orden o el vínculo entre los operadores, para concluir que individualmente, al estar desprovistos de otros elementos, serían indicios insuficientes para sustentar la responsabilidad disciplinaria, tomando en cuenta que el pliego de ningún modo sostuvo que cualquiera de los hechos, por sí solos, acreditaran la manipulación.

Por lo dicho, resalta que la cuestión que debía resolver la Sala de Decisión era si, apreciados conjuntamente, tales hechos constituían una secuencia convergente y suficientemente explicativa de una actuación que tuvo por objeto o produjo como efecto restringir la libre concurrencia. No obstante, estima que se sustituyó ese análisis por la búsqueda de una prueba directa de coordinación, de una exclusión técnica verificable o de una afectación cuantitativa generalizada a los participantes y que, por el contrario, lo relevante es establecer si el comportamiento investigado, que agrupa los diferentes hechos expuestos en el pliego, restringió la oportunidad de concurrir a la subasta a los demás participantes habilitados.

Del mismo modo, indica que la conducta tampoco condiciona su configuración a que esta afecte a la totalidad o a un número determinado de los participantes habilitados, ni a que estos perciban que fueron afectados. El número de participantes que hubieran advertido, experimentado o reportado la interferencia constituye una cuestión cuantitativa distinta de la existencia de la conducta y de su aptitud para producir el efecto jurídicamente relevante. Por ello, observa que la interferencia puede presentarse sobre uno, varios o todos los participantes, e incluso no ser percibida por ninguno, sin que esa circunstancia descarte por sí sola la irregularidad. Lo determinante es si la conducta alteró o fue objetivamente apta para alterar las condiciones de igualdad bajo las cuales los operadores habilitados debían concurrir a la negociación. En consecuencia, trae a colación nuevamente el Área que la interpretación de los hechos consagrados en el pliego debe realizarse de manera integral y no de forma aislada.

2.2.3. Valoración de los hechos contenidos en la resolución.

Frente a los aplazamientos informados al mercado y la ausencia de una nueva comunicación oficial, alega que los propios mensajes broadcast incorporados al expediente indican expresamente que las reprogramaciones obedecieron a "consultas pendientes de atender por parte de la entidad estatal y a solicitud del comisionista comprador", por lo que, no resulta acertada la afirmación contenida en la Resolución según la cual, dichas modificaciones obedecieron a consultas formuladas por otros operadores, pues la propia prueba documental demuestra que la iniciativa para modificar el desarrollo temporal de la negociación provenía del operador que actuaba en la punta compradora, como se observa a continuación:

➢ Primera solicitud de aplazamiento de la subasta, esto es, para las 11:00:00 a.m. de la Sociedad Comisionista compradora, formulada a través del operador a cargo de la negociación: según lo informado al mercado por el presidente de rueda, mediante mensaje broadcast de las 9:54:19 a.m.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co



➢ Segunda solicitud de aplazamiento, esto es, para las 11:10:00 a.m. de la Sociedad Comisionista compradora, formulada a través del operador encargado de la negociación: según lo informado al mercado por el presidente de rueda, mediante mensaje broadcast de las 10:55:29 a.m.



Según el Área, de lo anterior se puede observar claramente que las solicitudes de aplazamiento no provinieron de otros operadores, sino del propio "comisionista comprador", y fueron informadas al mercado a través de mensajes broadcast, enviados por el presidente de la rueda, tal como él lo manifestó durante la prueba testimonial: *(…) bueno los mensajes que está proyectando en efecto corresponden a mensajes de mensajería broadcast enviadas desde mi usuario … al cual el único que tiene acceso soy yo, por ende yo los envié en las fecha y hora que se puede evidenciar en la parte baja de cada uno de los mensajes donde estoy diciendo que por consultas pendientes de atender por la entidad Estatal y a solicitud del comisionista comprador. (…)*

Aunado a lo anterior, trae a colación que el presidente de la rueda manifestó, en relación con los mensajes broadcast antes relacionados, lo siguiente: *"bueno, en efecto, como les mencioné hace un momento, cuando la pregunta me la hizo XX, Sí hay mensajes que son ya básicamente eh como decirlo como predefinidos, que es copiar y pegar. Pero viendo ahorita el mensaje y tal vez reitero, estamos hablando del año 2024 y no lo tengo tan presente, si uno mira el mensaje, el mensaje sí da lugar a que no fue copiado y pegado porque tiene la información del número de boletín y la hora como tal, si fuera un mensaje ya predefinido no tendría la información del boletín número seis y la hora de inicio, tal vez como si pueden evidenciar en otros mensajes. (…) aquí en este caso, ya viendo el mensaje, cuando me lo proyectan del mensaje de del SEB, sí se evidencia que no, este no, este no es como tal predefinido porque tiene el número de boletín y la y la hora."*

De tal declaración, se puede observar que los aludidos mensajes broadcast no son una proforma, sino que son consecuencia de la información que le fue allegada al presidente de rueda, esto es, por solicitud del operador investigado, independientemente del medio por el cual se hizo llegar tal información. En complemento de lo expuesto, el presidente de rueda, en su declaración, explicó el alcance del canal broadcast, así como que las modificaciones en la programación de las negociaciones eran comunicadas institucionalmente a través de dicho canal. Veamos:

"Ese mensaje, ese canal de mensajería, es el que nosotros, como presidentes de Rueda, lo que hacemos es darles información respecto de las negociaciones que se van a celebrar. (…) Para el caso puntual del 21 de febrero, envío dos mensajes, el primero diciendo que por consultas pendientes de atender por parte de la entidad estatal, se mueve la rueda de negociación a las 11. Posteriormente envío otro mensaje diciendo que dado que seguimos con las mismas consultas pendientes de atender, se mueve la

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

rueda para las 11:10 de la mañana (…) Son diferentes situaciones que pueden llevar a mover el inicio de la rueda. Sin embargo, cada vez que se mueve, uno lo notifica a través del mensaje de broadcast. Mensaje que todos los operadores que estén en la plataforma lo van a ver. Ahora, si ellos no están en la plataforma, están en su correo, están en internet, en otro lado y vuelven a la plataforma, el SEB les muestra una notificación de que hay mensajes, por ahí pueden darse cuenta del horario y no solamente ahí sino en la pantalla principal del SEB donde se muestra la nueva hora de inicio a la cual va a salir el respectivo boletín que se va actualizando en tiempo real para los operadores. (…)"

Así entonces, recuerda el recurrente que el SEB tiene un canal denominado broadcast, que es el mecanismo institucional a través del cual el presidente de rueda informa a los participantes habilitados lo relacionado con las negociaciones que se van a celebrar. En esa medida, quedó plenamente demostrado que quien solicitó las dos reprogramaciones de la negociación fue el investigado, a diferencia de lo manifestado por el *a quo* en su Resolución, en donde señala que las reprogramaciones no constituyeron decisiones adoptadas por el operador.

En segundo lugar, expone que la Sala de Decisión centra su análisis en establecer si el investigado tenía el deber jurídico de solicitar un nuevo aplazamiento. Sin embargo, esa no fue la hipótesis fáctica y probatoria formulada por el Área en el pliego de cargos ya que en este no se reprochó la ausencia de una nueva solicitud de aplazamiento. El reproche disciplinario se edificó sobre un hecho diferente, esto es, que la negociación se inició a las 11:20:03 a.m., que corresponde a un momento distinto del último horario oficialmente comunicado al mercado, afectando la concurrencia de los demás operadores habilitados. Es decir, que el operador controló el momento efectivo de apertura de la subasta desconociendo la igualdad informativa de ese momento para la totalidad de los participantes.

En efecto, opina que lo relevante no es si existe en las normas vigentes un deber para el operador de solicitar una tercera reprogramación, sino que, de acuerdo con la información oficial del SEB, comunicaciones que no se pueden desconocer, el operador solicitó las dos primeras reprogramaciones, cuya ocurrencia y comunicación al mercado no son objeto de controversia. Sin embargo, una vez informado que la negociación se realizaría conforme al último horario comunicado, esto es, las 11:10 a.m., la postura inicial fue presentada a las 11:20:03 a.m.; tal como se señala en el pliego de cargos: *"(…) para el mercado quedó en firme que la subasta iniciaría a las 11:10:00 a.m., con una duración de hasta las 11:13:00 a.m. Sin embargo, a la hora de inicio el operador XXX no formuló postura de compra alguna, que permitiera la apertura de la negociación".*

Esa circunstancia, de acuerdo con el recurrente, es precisamente la que el pliego incorpora como uno de los hechos relevantes de la conducta imputada, es decir, que el operador activó la subasta en un horario distinto al informado al mercado, sin que existiera un nuevo mensaje oficial. Este es el hecho que, desde su punto de vista, la Sala de Decisión omite valorar al desplazar el debate hacia un supuesto deber del investigado de solicitar un nuevo aplazamiento. En consecuencia, reitera que la Sala de Decisión termina descartando un hecho que no fue presentado por el Área como una omisión autónoma del investigado, sino como uno de los elementos que integraban la secuencia objetiva de la negociación y que, al desplazar el debate hacia la existencia de un supuesto deber de solicitar un nuevo aplazamiento, la Sala dejó sin respuesta la verdadera cuestión planteada por el pliego: las consecuencias derivadas de que la negociación se hubiera iniciado en un momento diferente del último horario oficialmente comunicado al mercado.

2.2.4. El ingreso de la postura inicial por fuera de la hora informada al mercado.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

La Sala de Decisión centró su análisis en explicar el funcionamiento del SEB y el ajuste automático de la duración de la etapa de exposición, como si el cargo formulado consistiera en afirmar que el sistema operó por fuera de su parametrización. Sin embargo, manifiesta que esa no fue la hipótesis planteada en el pliego de cargos y que el funcionamiento automático del SEB no constituyó un hecho controvertido en este proceso. Por ende, insiste en que el cuestionamiento disciplinario recayó sobre una circunstancia distinta: que la postura inicial fue ingresada a las 11:20:03 a.m., esto es, en un momento diferente al último horario oficialmente comunicado al mercado. En consecuencia, la explicación técnica sobre el ajuste automático de la etapa de exposición, en su opinión, no desvirtúa el hecho formulado en el pliego, pues únicamente explica la forma en que opera el sistema y no el hecho jurídicamente relevante objeto de análisis: ¿por qué la negociación terminó iniciándose en un momento distinto del comunicado oficialmente al mercado?

Por ello, considera que el problema probatorio no consiste en demostrar que la visualización inicial de la hora de finalización, esto es, las 11:13 a.m., en la pantalla del sistema conduzca, por sí sola, a inferir que la negociación fue abierta por fuera de la parametrización del SEB o en contravía de su funcionamiento operativo, sino en establecer cuál era la información que conocían todos los participantes habilitados sobre el momento de apertura de la subasta. De esta manera, es claro que el mercado conocía que la hora de inicio de la negociación era a las 11:10:00 a.m., con una finalización esperada, de acuerdo con esa programación, a las 11:13 a.m., por lo que la iniciación fuera de ese intervalo comprometió objetivamente la igualdad de acceso a la negociación.

2.2.5. La presunta afectación a la participación de los operadores no radicadores.

Considera el recurrente que la conclusión de la Sala partió de una comprensión distinta del efecto restrictivo atribuido a la conducta investigada y que la afectación a la libre concurrencia no consiste en demostrar que alguno de los operadores hubiera intentado ingresar una postura y que el sistema se lo hubiera impedido técnicamente. Expone que el hecho relevante consiste en que los participantes habilitados tenían como información oficial que el momento efectivo en que sería abierta la subasta correspondía a las 11:10 a.m.; no obstante, la postura inicial fue ingresada por el operador que obraba por cuenta de la punta compradora a las 11:20:03 a.m.

En esas condiciones, la afectación a la igualdad de acceso no derivaba de un rechazo técnico de posturas, sino de la asimetría informativa respecto del momento en que los operadores debían concurrir a la negociación. Ahora bien, por otra parte, insiste en que las respuestas suministradas por las sociedades comisionistas en las que manifestaron que conocían la existencia de la negociación y que transmitieron las órdenes impartidas por sus clientes, no constituyen el medio idóneo para establecer la participación en la negociación. Se trata, por tanto, de manifestaciones elaboradas ex post por los propios participantes acerca de su actuación, circunstancia que exige contrastarlas con la evidencia técnica disponible. En consecuencia, las comunicaciones de las sociedades comisionistas no son el medio adecuado para alcanzar el fin propuesto.

En efecto, sugiere que si lo que se pretende establecer es qué información estuvo disponible para los operadores habilitados en relación con la negociación y si las respectivas órdenes fueron efectivamente

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

ingresadas a la rueda, el medio idóneo para verificarlo es el SEB, en cuanto constituye el sistema en el que tales actuaciones quedan registradas y permite establecer, a partir de información generada con ocasión de la propia negociación, qué ocurrió efectivamente, en qué momento y respecto de cuáles participantes.

En ese orden, expresa que no es lo mismo afirmar que se conoció una negociación o que se transmitió una orden, como lo señalan las comunicaciones de las sociedades comisionistas, que acreditar, mediante el registro del sistema dispuesto para la realización de esas operaciones, que ello efectivamente ocurrió. Expone el apelante que las comunicaciones dan cuenta de lo que estas sociedades manifestaron acerca de su propia actuación; el SEB, en cambio, permite verificar objetivamente la trazabilidad de las actuaciones dentro del escenario mismo en el que se habrían producido.

Por lo anterior, considera que reviste especial relevancia la respuesta suministrada por la comisionista que interpuso la queja, según la cual, la salida a rueda se produjo de manera “sorpresiva”, sin información previa sobre el momento exacto de inicio, lo que generó desorientación entre los participantes habilitados. Resalta que la declaración no puede ser descartada únicamente porque las demás sociedades hubieran manifestado que transmitieron las órdenes recibidas, pues, como se señaló anteriormente, no pueden sustituir el medio objetivo e idóneo disponible para acreditar los hechos objeto de discusión.

En este sentido, considera que si existía la posibilidad de verificar directamente en el SEB el conocimiento, ingreso, oportunidad y ejecución de las órdenes, no resulta suficiente tener por demostradas esas circunstancias a partir de manifestaciones de los propios participantes, sin efectuar su correspondiente corroboración con los registros del sistema y desconociendo lo que este registró, que fue: que la subasta iniciaría a las 11:10 a.m. y que la única postura que el sistema recibió de manera correcta, al precio mínimo y de forma más rápida fue la de su cónyuge. En ese orden de ideas, establece que el hecho de que la SCB quejosa fuera la única que expresó de manera explícita una afectación no torna irrelevante su manifestación ni permite introducir un criterio cuantitativo ajeno a la conducta. La cuestión no es cuántos participantes formularon la misma reclamación, sino si el actuar, esto es, iniciar la subasta a una hora distinta a la programada, interfirió en la concurrencia de los demás participantes en el mercado. En consecuencia, las comunicaciones a las que se ha hecho referencia no desvirtúan el hecho indicador formulado en el pliego, se reitera, el problema no consiste en establecer cuántos operadores intentaron participar, sino en determinar si todos contaron con la misma información oficial respecto del momento efectivo de apertura.

Así las cosas, subraya el recurrente que la Sala, por tanto, terminó teniendo en cuenta el contenido de las comunicaciones remitidas por las sociedades comisionistas y determinó que los otros operadores habilitados para las negociaciones habían participado y transmitido sus posturas sin tener en cuenta que dichas manifestaciones provienen de las mismas sociedades comisionistas, no guardan independencia y no son el medio idóneo de prueba. Por el contrario, el LOG de auditoría del SEB demuestra que las dos únicas posturas válidas que ingresaron fueron las del investigado y su cónyuge.

2.2.6. La secuencia temporal entre la apertura de la subasta, el ingreso de la postura contraria y la adjudicación.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

El recurso expone que el pliego no atribuyó a la proximidad temporal un valor demostrativo de la conducta, sino que la incorporó como uno de los hechos secuenciales de la forma en la que transcurrió la negociación. De hecho, tal como lo manifestó la Sala *"(…) un tiempo de 6 o 7 segundos para presentar postura no resulta corto comparado con el de otras negociaciones de este tipo".* En efecto, enfatiza el Área que el hecho de que la postura contraria se haya incluido en un tiempo de 6,6 segundos, lo que realmente podría atribuir es la atipicidad en el tiempo de calce de acuerdo con negociaciones similares. Sin embargo, lo verdaderamente significativo no es que la negociación hubiera concluido en 6 o 7 segundos, sino que el calce ocurrió inmediatamente después de una apertura realizada en un horario diferente al comunicado al mercado y que, precisamente esa concatenación temporal fue la que el pliego presentó como uno de los hechos acreditados de la conducta investigada.

En consecuencia, se remite nuevamente a que la Sala consideró la relativa rapidez con la que se perfeccionó la operación, a pesar de que el tiempo en el que se calzó la postura no fue calificado en el pliego, y concluye que carece de eficacia demostrativa. Ahora bien, la relevancia probatoria de tal circunstancia debe apreciarse en conjunto con los demás hechos acreditados en el expediente.

2.2.7. La ausencia de otras subastas programadas para el mercado de físicos.

La Sala consideró que la inexistencia de otras negociaciones programadas únicamente contextualiza el funcionamiento del sistema y carece de relevancia disciplinaria. Sin embargo, esa conclusión parte de una premisa distinta de la formulada, ya que el pliego no atribuyó a esa circunstancia un valor demostrativo autónomo. Su relevancia consiste en explicar cómo fue posible que la subasta permaneciera habilitada para ser abierta con posterioridad al último horario informado al mercado, circunstancia que, apreciada en conjunto con los demás hechos acreditados, integra la secuencia objetiva sobre la cual se edificó la imputación.

Así las cosas, el hecho de que el sistema no contara con restricciones que impidieran al operador investigado iniciar la subasta a una hora distinta de la programada hizo posible que controlara a su criterio el inicio de la subasta por fuera de los horarios establecidos, con lo cual afectó la concurrencia de los demás participantes a la negociación, resultado que corresponde al supuesto de hecho previsto en la conducta imputada. La fuerza demostrativa del cargo no radica en los hechos considerados individualmente, sino en la convergencia de todos ellos dentro de una misma secuencia temporal y operativa. Precisamente y en su punto de vista, esa valoración conjunta es la que la Sala de Decisión omite realizar al limitarse a concluir que la inexistencia de otras negociaciones posteriores únicamente contextualiza el funcionamiento del sistema.

2.2.8. El vínculo entre el investigado y la operadora que ingresó la postura de venta.

La Sala de Decisión desestimó la relevancia probatoria del vínculo conyugal bajo el entendido de que dicho hecho, por sí solo, no acredita una actuación concertada ni puede generar consecuencias disciplinarias. Sin embargo, esa no fue la hipótesis formulada en el pliego de cargos. La investigación no tuvo origen en el vínculo personal existente entre los operadores, sino en una secuencia objetiva que se apartó de la dinámica operativa ordinaria de la negociación: las dos reprogramaciones, el inicio de la subasta en una

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

hora distinta de la informada al mercado, que la única postura de venta ingresada fue la de la operadora con quien el operador investigado tiene un vínculo conyugal. Despojarlo de ese contexto conduce necesariamente a desvirtuar el alcance que realmente le atribuyó el pliego de cargos. Por eso comenta que el vínculo conyugal carece de valor demostrativo autónomo, pero constituye un elemento contextual que no puede ser extraído de la valoración conjunta del acervo probatorio.

Por lo dicho, el recurrente mantiene su postura, enfatizando que la Sala termina desvirtuando una hipótesis que el Área no sostuvo, al examinar el vínculo conyugal como si hubiera sido presentado como fundamento independiente de responsabilidad y no como uno de los hechos concurrentes que integran la secuencia descrita en el pliego de cargos.

2.2.9. La existencia previa de la orden de compra.

Insiste el Área en que su desacuerdo no recae sobre la distinción efectuada por la Sala entre la recepción del correo y el registro en el LEO de la hora en la que se recibió la orden, sino en que "(…) *de los documentos precedentes se advierte que el 21 de febrero de 2024, a las 10:17 a.m., el XXX, comitente comprador de XXX, envió la orden de compra al operador XXX. Luego, en lo que hace a este aspecto, la subasta se podría haber aperturado a la hora inicialmente programada, así como a las 11:00:00 o a las 11:10:00 a.m., conforme a los aplazamientos admitidos e informados por parte de la Bolsa.*"

Es decir, que dichos trámites podían haberse realizado antes de las 11:10 a.m., de manera que la orden estuviera en condiciones de ser ingresada al sistema conforme al horario programado e informado al mercado y en su defecto, que existiera una nueva reprogramación informada de manera previa a los participantes para que el operador iniciara la subasta, en pro de las condiciones de igualdad. En ese sentido, el hecho de que al interior de la Sociedad Comisionista debieran surtirse determinados trámites para transmitir la orden al SEB no constituye una circunstancia relevante para desvirtuar la imputación formulada en el pliego.

De hecho, según lo informado por el presidente de rueda en su testimonio, el cumplimiento de las políticas internas de las sociedades comisionistas "Es un tema independiente porque el SEB no tiene ni está vinculado con las políticas de las sociedades comisionistas de bolsa". En efecto, tales actuaciones pertenecen al ámbito de la organización interna de la Sociedad y no pueden justificar el desconocimiento de las condiciones bajo las cuales debía desarrollarse la negociación. Así, subraya que lo mencionado por la Sala no altera el hecho de que la negociación fue abierta por fuera del horario informado al mercado y que ello restringió la concurrencia de los demás operadores. Por consiguiente, advierte que los elementos puestos de presente en la Resolución recurrida no eran pertinentes para el juicio de tipicidad, pues no explican, justifican ni excluyen el efecto anticompetitivo que constituye el núcleo de la imputación.

El Área no sostiene que la recepción del correo a las 10:17 a.m. pruebe, por sí sola, la conducta imputada. Su relevancia consiste en demostrar que la documentación relacionada con la negociación ya había sido recibida antes del inicio del horario programado, y tal hecho debía integrarse a la secuencia probatoria y no descartarse aisladamente.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

2.2.10. Consideración adicional.

Los hechos concurrentes adquieren relevancia al ser apreciados de manera conjunta, por lo que dentro de ese contexto no puede perderse de vista la denuncia anónima trasladada por el AMV al Área, el 30 de abril de 2024, la cual hace parte del material probatorio incorporado al expediente, que fue expresamente considerada en el pliego de cargos y no fue objeto de análisis en la Resolución. En ella se cuestionó la forma en que se manejaban los tiempos de apertura de las negociaciones del servicio de vigilancia en el MCP por parte del operador investigado y se señaló que la demora en el ingreso de la postura inicial generaba confusión entre los demás operadores respecto del momento efectivo de inicio de la negociación y, adicionalmente, que ese actuar favorecía a su cónyuge.
Por ello, reitera que la relevancia de la denuncia radica en que los hechos informados guardan relación con la conducta formulada en el pliego, describiendo la dinámica fáctica acreditada en el expediente, esto es, el control del investigado sobre el momento efectivo de apertura; la asimetría de la información frente a los operadores habilitados; el ingreso de la postura inicial por fuera del horario informado al mercado; y el hecho de que quien se adjudique las operaciones sea la operadora y cónyuge del investigado.

2.2.11. Obstaculización de la libre concurrencia y la interferencia de otros en la negociación celebrada a través del SEB el 21 de febrero de 2024, por parte del operador investigado, que dio origen a la operación No. XX33.

Frente a este cargo, establece el Área que la conclusión probatoria no deriva de ninguno de los hechos anteriores considerados aisladamente, sino de su convergencia dentro de una única secuencia temporal y operativa, tal y como fueron analizados y presentados en el correspondiente pliego de cargos. Nuevamente trae a colación que, apreciada integralmente la secuencia probatoria, la conducta desplegada por el investigado tuvo la aptitud objetiva y el efecto para interferir en las condiciones de participación de los restantes operadores habilitados, al generar una asimetría informativa en relación con el horario en el que se realizaría la negociación. Ese comportamiento se subsume, por tanto, en la conducta de obstaculizar la libre concurrencia e interferir en las ofertas, prevista en el artículo 5.2.1.13 del Reglamento.

2.2.12. Violación del deber de lealtad por parte del operador investigado, en la negociación celebrada a través del SEB el 21 de febrero de 2024, por no haber obrado de manera íntegra, franca, fiel y objetiva en relación con todos los operadores habilitados para participar en la subasta.

Como se señaló en el pliego de cargos, el Área manifiesta que el investigado no obró de manera íntegra, franca, fiel y objetiva en relación con los operadores que estaban habilitados para participar en la negociación, tal como lo exige el artículo 5.1.3.4. del Reglamento. En efecto, de haber obrado con integridad, habría activado la subasta en la hora programada y definida por la Bolsa, permitiendo la participación en igualdad de condiciones de los demás operadores habilitados.

Asimismo, de haber obrado de manera franca habría informado a la Bolsa que la subasta se realizaría en una hora distinta, con el fin de que, a su vez, esta informara a los demás operadores habilitados acerca de la nueva hora de inicio de la negociación. Tampoco actuó de manera fiel, pues su comportamiento afectó la igualdad de participación en el sistema de negociación por parte de los operadores habilitados. En

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

cuanto a la objetividad, esta se quiebra cuando un operador crea condiciones de información asimétrica, ajenas al interés general del mercado, como, en su criterio, sucedió en este caso.

Por último, el Área insiste en que el investigado actuó de manera desleal infringiendo el artículo 5.2.1.13. del Reglamento y solicita a la Honorable Sala Plena de la Cámara Disciplinaria revocar la resolución recurrida y, en su lugar, adoptar la decisión que en derecho corresponda con fundamento en la valoración integral del acervo probatorio.

3. Pronunciamiento del investigado

3.1. Procedencia

En aras de proteger el debido proceso y garantizar el derecho de contradicción y de defensa, conforme con lo establecido por el artículo 29 de la Constitución Política de Colombia, la secretaria de la Cámara Disciplinaria le remitió al investigado, vía correo electrónico, el 13 de agosto de 2026, el recurso interpuesto dentro del término por el Jefe del Área de Seguimiento (E), en contra de la Resolución No. 516 del 8 de julio de 2026, poniéndole de presente que contaba con un término de 8 días hábiles para efectuar su pronunciamiento, de considerarlo necesario.

Por lo anterior, el investigado presentó oportunamente su pronunciamiento sobre los argumentos expuestos en el recurso de apelación interpuesto, el cual remitió a la Secretaría de la Cámara Disciplinaria, vía correo electrónico, el 18 de agosto de 2026.

3.2. Contenido del Pronunciamiento.

El investigado pretende demostrar que el recurso de apelación interpuesto por el Área de Seguimiento no identifica un error de hecho, de derecho o de valoración probatoria que permita desvirtuar los fundamentos de la Resolución No. 516 del 8 de julio de 2026.

Expone que el argumento central del recurrente consiste en afirmar que la Sala de Decisión habría efectuado una valoración fragmentada de los hechos indicadores contenidos en el pliego de cargos, examinándolos individualmente y privándolos de la fuerza demostrativa que, a juicio del Área de Seguimiento, surgiría de su apreciación conjunta. Sin embargo, ello no corresponde al trabajo desarrollado en la Resolución No. 516, donde la Sala no desconoció los hechos indicadores invocados por el Área de Seguimiento ni omitió su valoración conjunta. Por el contrario, examinó cada uno de ellos para establecer, en primer término, si se encontraba efectivamente acreditado y cuál era su verdadero alcance probatorio, confrontándolo con las explicaciones de la defensa y, especialmente, con las pruebas practicadas durante la actuación. Únicamente después de realizar ese ejercicio procedió a determinar si los hechos, apreciados conjuntamente, permitían sustentar la inferencia propuesta en el pliego de cargos.

Trae a colación el investigado que ese método de valoración coincide, precisamente, con la jurisprudencia invocada por el propio recurrente y que la Sentencia SP-1467-2016, Radicación No. 37175, de la Sala de Casación Penal de la Corte Suprema de Justicia, distingue dentro del razonamiento indiciario la acreditación del hecho indicador, la inferencia que se construye a partir de este y la posterior valoración

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

conjunta de los indicios entre sí y con los demás medios de prueba. Por ello, comenta que no puede confundirse el análisis individual de cada hecho indicador con una valoración fragmentada del acervo probatorio. Antes de establecer si varios indicios convergen hacia una determinada conclusión, resulta indispensable verificar cuáles hechos se encuentran realmente demostrados, cuál es su alcance y si conservan la fuerza inferencial inicialmente atribuida después de confrontarlos con las demás pruebas incorporadas al expediente.

Consecuentemente insiste en que ese fue el ejercicio desarrollado por la Sala de Decisión y que durante la etapa probatoria se incorporaron elementos de convicción relevantes, entre ellos, el testimonio del Presidente de Rueda, las respuestas suministradas por las sociedades comisionistas habilitadas, la evidencia técnica relacionada con el funcionamiento del Sistema Electrónico Bursátil y la trazabilidad del procesamiento de la orden, que permitieron esclarecer circunstancias que, al momento de formularse el pliego de cargos, habían servido de fundamento para construir determinadas inferencias. En consecuencia, la valoración conjunta no podía consistir simplemente en volver a reunir los hechos descritos en el pliego y reproducir la inferencia inicialmente formulada.

Por ende, era necesario confrontarlos con las pruebas posteriormente practicadas y determinar si, después de esa actividad probatoria, conservaban el mismo alcance demostrativo. La Sala concluyó que no y no precisamente porque hubiera examinado cada circunstancia de manera aislada, sino porque al confrontar los hechos indicadores con la totalidad del material probatorio encontró que varios de ellos admitían un alcance distinto al inicialmente atribuido y que existían explicaciones alternativas objetivamente respaldadas por el expediente. En ese sentido, la controversia planteada por el recurso debe resolverse atendiendo a tres cuestiones: (i) si cada hecho indicador invocado se encuentra efectivamente demostrado; (ii) cuál es su verdadero alcance después de confrontarlo con las pruebas practicadas; y (iii) si, valorados conjuntamente los hechos y los demás medios de prueba, subsiste una inferencia suficientemente precisa, convergente y concordante para sustentar la responsabilidad disciplinaria. Señala que como demostrará, el recurso no modifica los hechos acreditados, no desvirtúa las pruebas practicadas durante la actuación ni demuestra un error en la valoración probatoria efectuada por la Sala de Decisión. En esencia, propone una interpretación distinta del mismo acervo probatorio, sin desvirtuar los fundamentos que sustentaron la decisión absolutoria.

3.2.1. El recurso de apelación no desvirtúa la prueba practicada durante la actuación disciplinaria.

Frente a este punto en particular, expresa el investigado que el recurso de apelación sustenta parte de su argumentación en un fragmento aislado de la declaración rendida por el entonces Presidente de Rueda, al que atribuye un alcance que no corresponde con el contenido integral de su testimonio. Por ende, a partir de esa lectura parcial, el Área de Seguimiento insiste en construir la hipótesis sancionatoria sobre la errada afirmación según la cual la negociación debía ser abierta exactamente a la hora informada al mercado y que, al ingresar la postura inicial a las 11:20:03 a. m., el investigado habría desconocido deliberadamente dicho horario, controlando materialmente el momento efectivo de apertura y generando una supuesta asimetría informativa frente a los demás operadores habilitados. Sin embargo, la declaración del Presidente de Rueda, apreciada en su integridad, no respalda esa afirmación. Por el contrario, durante su testimonio explicó que, para la fecha de los hechos, el horario informado establecía

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

el momento a partir del cual podía iniciarse la negociación, pero no constituía una hora perentoria que obligara al operador radicador a ingresar la postura inicial exactamente en ese instante.

Igualmente, explicó que el SEB impedía que la negociación se iniciara antes de la hora informada, pero no establecía un límite inmediato posterior para su apertura dentro del horario reglamentario de la rueda. Esta precisión resulta determinante, pues la diferencia temporal entre las 11:10 a. m. y las 11:20:03 a. m. no demuestra, por sí misma, el incumplimiento de una regla de apertura ni permite inferir que el investigado hubiera administrado deliberadamente ese intervalo para generar una ventaja informativa. Para arribar a esa conclusión era necesario acreditar los demás presupuestos sobre los cuales descansa la hipótesis del recurso: que el investigado disponía discrecionalmente del momento de apertura, que los demás operadores desconocieron el inicio efectivo de la negociación o se encontraron en condiciones de desigualdad y que dicha circunstancia tuvo por objeto o efecto restringir su posibilidad de concurrir. Como se expondrá a continuación, la prueba practicada durante la actuación no acredita esos presupuestos en los términos planteados por el Área de Seguimiento.

3.2.2. Los aplazamientos de la negociación y el testimonio del Presidente de Rueda

El recurso sostiene que las dos solicitudes de aplazamiento provinieron del "comisionista comprador", formuladas a través del operador investigado, y utiliza como fundamento principal los mensajes broadcast enviados por el Presidente de Rueda, en los cuales se informó al mercado que, por consultas pendientes de atender por parte de la entidad estatal y "a solicitud del comisionista comprador", la negociación sería aplazada. Sin embargo, el recurso equipara el contenido del mensaje broadcast con la demostración de que el operador formuló personalmente las solicitudes de aplazamiento, conclusión que no se encuentra acreditada en esos términos al confrontarla con las demás pruebas practicadas durante la actuación y con la prueba documental aportada por la defensa. En efecto, cuando el entonces Presidente de Rueda fue interrogado acerca de quién había formulado la consulta que dio lugar al aplazamiento, manifestó expresamente: *"¿Quién hizo la consulta? Desconozco esa información... yo no tengo que conocer quién hace la solicitud de la consulta... responderle quién hizo la solicitud, no tengo el dato, no podría darle esa información, la desconozco." (min. 29:23-30:21).*

Posteriormente explicó que la información que recibía consistía en que existían consultas pendientes por atender por parte de la entidad estatal y que, con fundamento en esa información, procedía a comunicar el aplazamiento mediante el canal de mensajería del SEB: *"Cuando recibieron la consulta me notifican a mí que hay consultas pendientes por atender. Luego, a través de eso envío mensaje..." (min. 30:21-30:50).*

Ahora bien, al ser confrontado posteriormente por el Área de Seguimiento con el contenido de los mensajes broadcast, el Presidente de Rueda consideró que, si había utilizado la expresión "a solicitud del comisionista comprador", probablemente habría recibido alguna información en ese sentido. No obstante, reconoció reiteradamente que no podía determinar si efectivamente recibió dicha solicitud, por qué medio habría ocurrido, ni contaba con soporte alguno que permitiera verificarla.

Así las cosas, más adelante reiteró: *"No tengo forma de poder decir si lo recibí o no lo recibí porque no recuerdo si fue a través de llamada, si fue a través de WhatsApp o si en su defecto no recibí la solicitud por parte del comisionista comprador." (min. 1:04:08-1:04:31).* Y finalmente señaló: *"… fue por una consulta de por parte de la entidad estatal lo que hizo que moviéramos*

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

la rueda de inicio…" "Probablemente si puse 'a solicitud del comisionista comprador', alguna solicitud tuve que recibir, pero no tengo forma de decir sí o no porque estamos hablando de 2024... no tengo soportes para poder demostrar que sí o que no se recibió." (min. 1:04:31-1:04:59). (…) La ausencia de certeza quedó aún más clara cuando el propio investigado le preguntó si existía algún medio verificable que acreditara una solicitud de aplazamiento realizada por su parte. El Presidente de Rueda respondió: *"No, no lo tengo... correo electrónico tampoco lo tengo." (min. 1:55:23)*. Y, al preguntársele nuevamente si existía una solicitud expresa y verificable del operador comprador a través de un canal oficial, contestó: *"No tengo forma de saber si sí o si no... probablemente sí pasó, pero por qué medio verificable que pueda demostrarlo... no tengo forma." (min. 2:01:03-2:01:33).*

Finalmente, ante una pregunta de la Sala acerca de la existencia de soportes de las comunicaciones que eventualmente hubieran podido realizarse mediante llamadas, Teams o WhatsApp, manifestó: *"No tengo forma de poder saber si sí o si no se recibió esa información." (min. 2:03:24-2:03:54).* Estas manifestaciones, en su criterio, evidencian una diferencia sustancial entre lo que el testigo conoce directamente y puede acreditar y la inferencia que realiza posteriormente a partir del texto del propio mensaje broadcast.

Más importante aún, lo expresado durante su declaración resulta concordante con la prueba documental obrante en el expediente. En primer lugar, en comunicación del 9 de enero de 2026, al ser consultado precisamente acerca de si el investigado había solicitado algún cambio en la hora de inicio de las ruedas, el entonces Presidente de Rueda señaló que en el canal de mensajería del SEB únicamente figuraban los mensajes enviados por la Presidencia de Rueda y concluyó: *"De acuerdo con lo anterior, no se cuenta con información para confirmar si, se recibe por parte del operador a través del canal oficial de recepción de solicitudes de aplazamiento de la negociación, pero lo que sí es cierto es que el horario de la rueda se ajusta por tener consultas pendientes de atender por parte de la Entidad Estatal."* En segundo lugar, la comunicación interna de la Vicepresidencia de Operaciones BMC-2130-2024, al responder específicamente a la solicitud de copia de las comunicaciones cruzadas con el comisionista comprador respecto de la operación No. XXX33, estableció: *"Validando el LOG de mensajería del SEB para la fecha requerida, se tiene que no existió comunicación alguna a través del SEB entre la presidencia de rueda y el operador XXX de la SCB XXX S.A., quien era el operador de compra habilitado para la negociación de la operación No. XXX33."*

Existe, por tanto, concordancia entre la prueba documental y la declaración posteriormente rendida por el Presidente de Rueda: no obra un soporte verificable que permita establecer que el investigado hubiera formulado personalmente las solicitudes de aplazamiento. El testimonio no identificó una comunicación, correo electrónico, mensaje de Teams, WhatsApp, llamada o registro del sistema que permitiera atribuírselas directamente y reconoció expresamente que no podía determinar si recibió dicha solicitud ni, en caso afirmativo, por qué medio. Por consiguiente, no puede presentarse como un hecho plenamente acreditado aquello que el propio testigo manifestó no estar en capacidad de confirmar objetivamente.

En ese sentido, reitera que el mensaje broadcast constituye un elemento probatorio que debe ser valorado, pero su contenido no puede aislarse de las explicaciones suministradas por quien lo elaboró y transmitió, ni de la documentación técnica obrante en el expediente. Lo que sí aparece objetivamente respaldado por esas mismas pruebas es que los aplazamientos estuvieron relacionados con consultas pendientes de atender por parte de la entidad estatal, circunstancia que motivó los ajustes del horario y fue comunicada al mercado por la propia Presidencia de Rueda en el correspondiente interrogatorio y que hace parte del repositorio que acompaña la presente diligencia.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

3.2.3. El horario informado al mercado no constituía una hora perentoria de apertura de la negociación.

El recurso de apelación sostiene que la negociación debía abrirse a la hora informada al mercado y que, en consecuencia, al no haberse ingresado la postura inicial a las 11:10 a. m., el investigado debió solicitar una nueva reprogramación para que los demás participantes conocieran previamente el nuevo momento de apertura. A partir de esa premisa, el Área de Seguimiento atribuye a la apertura realizada a las 11:20:03 a. m. el carácter de una actuación irregular que habría permitido al investigado controlar materialmente el inicio de la negociación y generar una asimetría informativa. Sin embargo, se subraya que la prueba practicada durante la actuación disciplinaria no acredita que, para la fecha de los hechos, las 11:10 a. m. constituyeran una hora exacta y perentoria en la cual el operador radicador estuviera obligado a ingresar la postura inicial, ni que una apertura posterior exigiera necesariamente una nueva reprogramación.

En el testimonio del entonces Presidente de Rueda al ser interrogado expresamente acerca de la existencia de una hora límite para ingresar la postura inicial en negociaciones únicas o últimas del día, manifestó: *"No, no existe ningún límite de hora para sacar la negociación (...). El único tiempo que existe (...) es que la rueda por reglamento va de las 10 de la mañana a las 4 de la tarde." (1:31:52-1:32:50).* Inmediatamente reiteró: *"Recordemos nuevamente, el horario de la rueda por norma es de 10 a 4 de la tarde." (1:32:50).* Más importante aún, al explicar específicamente cuál era la finalidad del horario comunicado al mercado mediante los mensajes broadcast, precisó: *"La finalidad es esa: que no se haga la negociación antes de esa hora (...). Después de eso, y en ese tiempo, reitero, en el año 2024 (...) la rueda iba hasta las cuatro." (1:12:09-1:13:30).*

Finalmente establece que, frente a la información que mostraba el propio SEB respecto de la hora de finalización de la subasta para la época de los hechos, señaló: *"Para esa fecha no se tenía un control riguroso de ese campo (...). La lógica era de 10 a 4." (1:35:08-1:36:05).*

Por lo tanto, comenta que una cosa es la hora a partir de la cual la negociación se encontraba habilitada para iniciar y otra distinta una hora límite o perentoria que obligara al operador a ingresar la postura inicial exactamente en ese instante. De acuerdo con la explicación técnica suministrada por el Presidente de Rueda, para febrero de 2024 el SEB garantizaba que la negociación no pudiera iniciarse antes de la hora informada. Sin embargo, establece que la prueba practicada no acreditó la existencia de una regla operativa que obligara al operador radicador a ingresar la postura exactamente a las 11:10:00 a. m. ni que convirtiera automáticamente en irregular cualquier apertura realizada con posterioridad a ese momento.

Resulta igualmente necesario para el investigado aclarar el alcance de los tres (3) minutos de duración de la etapa de exposición, pues el recurso parece asociar dicho término con la hora programada de inicio de la negociación, para sostener que, informada la apertura a las 11:10 a. m., el margen temporal se extendía únicamente hasta las 11:13 a. m. Esa interpretación no corresponde al funcionamiento del SEB explicado por el Presidente de Rueda. Los tres minutos no constituían un término otorgado al operador radicador para ingresar su postura inicial después de la hora informada, ni comenzaban a contabilizarse automáticamente a las 11:10 a. m.; se trataba de la duración parametrizada de la etapa de exposición, cuyo cómputo iniciaba únicamente cuando el operador radicador ingresaba efectivamente la postura inicial y, con ello, se abría la negociación.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Esta explicación, para el investigado, resulta determinante porque descarta que las 11:13 a. m. puedan obtenerse simplemente adicionando tres minutos a las 11:10 a. m. como si se tratara de una hora límite de apertura parametrizada por el sistema. Ese cálculo confunde la hora informada a partir de la cual podía iniciarse la negociación con la duración de una etapa que solo comenzaba cuando la postura inicial era efectivamente ingresada. En consecuencia, ni las 11:10 a. m. constituían una hora perentoria de apertura, ni las 11:13 a. m. constituían, por efecto de los tres minutos de exposición, una hora límite para ingresar la postura inicial.

Consecuentemente establece que el propio Presidente de Rueda explicó que todos los operadores debían permanecer atentos al inicio de la negociación porque, para la época de los hechos, el control implementado por el SEB consistía precisamente en impedir que esta pudiera iniciarse antes del horario informado. Por consiguiente, el ingreso de la postura inicial a las 11:20:03 a. m. no demuestra el desconocimiento de una regla de apertura ni permite inferir que el investigado hubiera utilizado deliberadamente ese intervalo para generar una ventaja informativa frente a los demás participantes.

3.2.4. La trazabilidad del LEO.

Al respecto, el disciplinado manifiesta que el Libro Electrónico de Órdenes, LEO, y el Sistema Electrónico Bursátil, SEB, son sistemas distintos que cumplen funciones diferentes: el primero garantiza el registro y la trazabilidad interna de las instrucciones de los clientes; el segundo constituye el escenario de negociación donde interactúan las posturas de los operadores habilitados. Esta distinción, en su parecer no fue controvertida en el recurso de apelación.

La Cámara Disciplinaria ha sido enfática en exigir a las sociedades comisionistas la observancia estricta de las reglas del LEO, entendida como una condición esencial para sostener la confianza pública en el mercado y como un deber principal cuya exigencia es alcanzar el cien por ciento de trazabilidad de las órdenes. En el presente caso, la trazabilidad del LEO obrante en el expediente demuestra precisamente ese cumplimiento: la orden asociada a la operación fue recibida, registrada y ejecutada siguiendo cada una de las etapas previstas, sin que exista infracción alguna a esas reglas que pudiera reprochársele al investigado, y entre la creación de la preorden y el ingreso de la postura al SEB transcurrió apenas un minuto, lapso compatible con una ejecución diligente e inmediata de la instrucción recibida.

Por ello, relata el investigado que distinto es pretender extraer de esa misma trazabilidad una conclusión que no le corresponde, como si el tiempo empleado en el procesamiento interno de la orden explicara o justificara el momento en que la postura inicial fue ingresada al SEB. Como quedó demostrado en el acápite anterior, el SEB no imponía para la fecha de los hechos una hora perentoria de apertura, de manera que el ingreso de la postura a las 11:20:03 a. m. no requiere ninguna justificación adicional derivada del funcionamiento interno de la sociedad comisionista.

3.2.5. Asimetría informativa.

El Área de Seguimiento sostiene que la apertura de la negociación a las 11:20:03 a. m. generó una asimetría informativa, pues mientras el investigado conocía el momento efectivo de apertura, los demás operadores

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

únicamente conocían como última hora informada las 11:10 a. m. Sin embargo, esa conclusión confunde el desconocimiento del segundo exacto en que sería ingresada la postura inicial con el desconocimiento de la apertura efectiva de la negociación. Como quedó acreditado mediante el testimonio del Presidente de Rueda, una vez ingresada la postura inicial, el propio SEB notificaba el inicio de la negociación a los operadores habilitados mediante alertas visuales y auditivas. Por tanto, el conocimiento de la apertura efectiva no constituía información exclusiva o privilegiada del investigado, sino un evento que el propio sistema comunicaba a los participantes habilitados. En consecuencia, insiste en que para sostener la existencia de una asimetría informativa no bastaba con demostrar que la postura inicial fue ingresada a las 11:20:03 a. m.; era necesario acreditar que esa circunstancia privó o puso en desventaja a los demás operadores para conocer la apertura y concurrir a la negociación.

3.2.6. Respuestas de las sociedades comisionistas habilitadas.

Con el propósito de verificar si las condiciones de apertura afectaron la posibilidad real de concurrencia, la Sala de Decisión solicitó información directamente a las sociedades comisionistas y operadores habilitados para participar en la negociación. Las respuestas obtenidas no corroboraron la supuesta afectación alegada por el Área de Seguimiento. El recurso pretende restar valor a estas respuestas por tratarse de manifestaciones ex post y sostiene que el medio idóneo para establecer la participación sería el LOG del SEB. Sin embargo, que una prueba haya sido obtenida con posterioridad a los hechos no la despoja de valor probatorio, menos aún cuando fue decretada precisamente para establecer si quienes estaban habilitados experimentaron alguna dificultad o restricción para concurrir.

Adicionalmente, el LOG tampoco permite demostrar lo contrario, pues quedó establecido que para febrero de 2024 el SEB no conservaba la totalidad de los intentos de postura realizados por los operadores. En consecuencia, la ausencia de otras posturas registradas no permite concluir que los demás participantes permanecieron inactivos, desconocieron la apertura o estuvieron imposibilitados para concurrir.

Si para febrero de 2024 el sistema no almacenaba la totalidad de los intentos de postura, esa imposibilidad técnica impide conocer retrospectivamente determinada información, pero no autoriza a sustituirla por la presunción de que ningún otro operador intentó participar o de que existió una restricción a la concurrencia. Respecto de la respuesta emitida por la sociedad comisionista para la cual actuaba el quejoso según la cual la apertura habría sido “sorpresiva”, la propia comunicación evidencia que esa apreciación no corresponde a una constatación directa de la sociedad, sino a lo informado por el entonces operador quien ya no labora allí.

Además, comenta que dicha versión presenta una inconsistencia objetiva: afirma que la negociación salió “de manera anticipada” y “antes del horario” informado, cuando está acreditado que la última hora comunicada fueron las 11:10 a. m. y la postura inicial se ingresó posteriormente, a las 11:20:03 a. m. Más relevante aún, los propios soportes aportados por la sociedad contradicen la afirmación de que no fue posible ingresar postura. En la comunicación remitida el mismo 21 de febrero de 2024 se informó expresamente que la orden fue ejecutada y que, por dinámica de la puja, no resultó adjudicada.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

En consecuencia, el recurso no puede tomar selectivamente la expresión “sorpresiva” y omitir el resto de la información reportada. En tal sentido, la prueba recaudada por la Sala evidencia que sí existe prueba contemporánea de que la orden fue ejecutada. Esa circunstancia, además, resulta concordante con la limitación tecnológica acreditada del SEB, que para febrero de 2024 no conservaba la totalidad de las posturas realizadas, por lo que su ausencia en el LOG no demuestra que no hubiera existido participación.

3.2.7. Consecuencia probatoria.

Frente a este punto en particular, establece el investigado que el recurso de apelación pretende reconstruir la hipótesis inicialmente formulada en el pliego de cargos a partir de los mismos hechos indicadores que fueron objeto de análisis durante la actuación. Sin embargo, hace énfasis en que las pruebas practicadas con posterioridad al pliego no se limitaron a ofrecer explicaciones alternativas, sino que permitieron esclarecer objetivamente varios de los presupuestos sobre los cuales se había construido aquella inferencia.

En efecto: no se acreditó mediante un soporte verificable que el investigado hubiera solicitado personalmente los aplazamientos; se estableció que la hora informada al mercado no constituía una hora perentoria de apertura; se aclaró que los tres minutos correspondían a la etapa de exposición y comenzaban a contabilizarse únicamente con la apertura efectiva; la trazabilidad del LEO no evidenció una orden disponible que hubiera sido retenida deliberadamente; el funcionamiento del SEB permitía a los operadores habilitados conocer la apertura mediante sus propias alertas; y las pruebas practicadas con los participantes no corroboraron una afectación material a su posibilidad de concurrir.

Por ello, sostiene que no se puede afirmar que cada uno de estos elementos, considerado aisladamente, admite una explicación distinta. Lo relevante es que, una vez practicadas y valoradas las pruebas, varios de los presupuestos fácticos necesarios para sostener la hipótesis de una actuación deliberadamente dirigida a restringir la libre concurrencia no quedaron demostrados.

Resalta el investigado que debe además tenerse en cuenta que la hipótesis del recurso no se construye únicamente sobre hechos demostrados, sino sobre una cadena sucesiva de inferencias que parte de hechos ciertos, la existencia de dos aplazamientos y la hora en que fue ingresada la postura inicial, pero a partir de ellos infiere, sin que exista prueba directa que lo respalde, que los demás operadores fueron privados de la posibilidad real de concurrir a la negociación, y sobre esa inferencia no acreditada construye una segunda conclusión, la existencia de una manipulación del mercado y de una restricción a la libre concurrencia.

Sin embargo, comenta que, conforme a la metodología desarrollada por la Sala de Casación Penal de la Corte Suprema de Justicia en la Sentencia SP-1467-2016, invocada por el propio recurrente, las inferencias solo pueden edificarse sobre hechos indicadores previamente demostrados, y una inferencia no puede, a su vez, convertirse en el hecho indicador de una nueva inferencia cuando el presupuesto del cual parte permanece sin acreditación objetiva. Precisamente considera que eso ocurre en este caso, la restricción a la libre concurrencia, que el recurso trata como un hecho probado a partir del cual deduce la manipulación,

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

no es un hecho, es en sí misma una inferencia que, según se explicó, el material probatorio no permite tener por acreditada.

Tampoco modifica esta conclusión el vínculo matrimonial existente entre los operadores, ya que su existencia constituye un hecho conocido y acreditado, pero no demuestra por sí mismo que hubiera existido comunicación, intercambio de información o coordinación respecto de la negociación investigada. El vínculo puede formar parte del contexto analizado, pero no puede suplir la prueba de la conducta que se pretende sancionar ni utilizarse para completar los vacíos probatorios de los demás hechos indicadores.

Finalmente, concluye que los argumentos expuestos en la apelación no desvirtúan las razones probatorias que condujeron a la Sala de Decisión a ordenar el archivo de la actuación mediante la Resolución No. 516, por lo que dicha decisión debe ser confirmada.

4. Consideraciones de la Sala Plena

4.1. Competencia de la Cámara Disciplinaria.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 2.1.2.1 del Reglamento, la Cámara Disciplinaria es competente para conocer y decidir sobre la conducta asumida por las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa y las personas vinculadas a éstas, "…en relación con las normas, reglamentos y demás disposiciones aplicables a los mercados de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities sin la presencia física de los mismos, así como de los servicios, documentos de tradición o representativos de mercancías, títulos, valores, derechos, derivados y contratos que puedan transarse en tales mercados…".

En desarrollo de dicha facultad, la Sala de Decisión de la Cámara Disciplinaria de la Bolsa exoneró al investigado por el pliego de cargos que se elevó en su contra. Ahora, por virtud de lo señalado en el artículo 2.3.3.2 del Reglamento, es claro que la Sala Plena de la Cámara es competente para conocer de los recursos de apelación interpuestos en contra de las resoluciones de fallo emitidas por las Salas de Decisión, como en efecto ocurre en el presente caso.

4.2. Consideraciones sobre el recurso interpuesto por el Área de Seguimiento.

La Sala evidencia que el Área de Seguimiento plantea como cuestionamiento central la decisión de la Sala en primera instancia de efectuar una supuesta valoración fragmentada del material probatorio, al examinar de forma separada las distintas circunstancias que sustentaron la formulación del pliego y exigir de cada una de ellas "consideradas de manera autónoma", la demostración de la conducta de manipulación del mercado endilgada al investigado.

Lo anterior, por cuanto de acuerdo con el escrito de apelación, la hipótesis disciplinaria no fue construida a partir de un único hecho con capacidad demostrativa individual, sino de la convergencia de una secuencia temporal y operativa que, apreciada conjuntamente, permitiría establecer que el operador

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

investigado generó una asimetría informativa objetivamente apta para obstaculizar la libre concurrencia e interferir en la participación de los demás operadores.

En ese contexto, la Sala advierte que el Área de Seguimiento sustenta su análisis en un conjunto de circunstancias concurrentes asociadas al desarrollo de la negociación y, en particular, destaca:

- **(i)** las dos reprogramaciones efectuadas con anterioridad;
- **(ii)** que la última hora de negociación comunicada oficialmente al mercado correspondía a las 11:10 a.m.;
- **(iii)** que la postura inicial fue ingresada a las 11:20:03 a.m., sin que previamente se hubiera difundido un nuevo mensaje broadcast informando una modificación de dicha hora;
- **(iv)** que fue el investigado, en su condición de operador radicador, quien realizó materialmente el ingreso de la postura que dio inicio a la negociación;
- **(v)** que la postura de la contraparte fue registrada pocos segundos después;
- **(vi)** la existencia de un vínculo matrimonial entre los operadores intervinientes;
- **(vii)** la posterior adjudicación de la operación; y
- **(viii)** que la subasta fue la única del día.

Así las cosas, es necesario efectuar un análisis detenido e integral de los cuestionamientos formulados por el Área de Seguimiento, de manera que cada uno de ellos reciba un pronunciamiento expreso y suficientemente motivado.

Lo anterior resulta fundamental en el asunto objeto de estudio, en la medida en que las circunstancias destacadas por el recurrente son relevantes para el análisis disciplinario y, apreciadas en su conjunto, conforman una secuencia fáctica que justificaba razonablemente verificar si detrás de ellas podía encontrarse una conducta orientada a alterar las condiciones de participación en la negociación.

No obstante, la Sala considera de suma importancia precisar que reconocer la relevancia de esa secuencia y la necesidad de valorarla de manera conjunta, no supone acoger el reparo del Área según el cual la Sala de Decisión habría efectuado un examen fragmentado del material probatorio. Lo dicho por cuanto, a juicio de esta corporación, el análisis individual de los distintos hechos y elementos de convicción respondió a la necesidad de determinar, en primer término, qué hechos se encontraban efectivamente acreditados y cuál era el alcance demostrativo de cada uno de ellos, para posteriormente establecer el significado que adquirían al ser apreciados de manera integral. Por consiguiente, el hecho de que la decisión recurrida hubiera examinado de forma individual determinados aspectos de la negociación no implica, por sí mismo, que hubiese prescindido de su valoración conjunta.

En ese sentido, la Sala Plena coincide con el recurrente en una premisa, y es que los hechos que sustentan una hipótesis construida a partir de indicios no pueden ser desestimados por la sola circunstancia de que, considerados aisladamente, ninguno de ellos resulte suficiente para demostrar la infracción. Sin embargo, de esa premisa tampoco se sigue que su acumulación conduzca necesariamente a la conclusión propuesta por el Área. Por ende, considera esta instancia que la valoración conjunta exige establecer si los distintos

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

hechos indicadores, una vez acreditados y confrontados con el restante material probatorio, convergen de manera suficientemente sólida hacia el hecho que se pretende demostrar.

Precisamente por ello, la respuesta de esta Sala no puede consistir en desconocer la existencia de los elementos señalados por el recurrente, ni tampoco en exigir una prueba directa de un eventual acuerdo o concertación entre los operadores. El problema que corresponde resolver consiste en determinar si los hechos indicadores efectivamente acreditados, valorados en su conjunto y contrastados con las demás pruebas incorporadas a la actuación, proporcionan un fundamento suficientemente sólido para concluir que la conducta atribuida al investigado tuvo por objeto o produjo como efecto obstaculizar la libre concurrencia o interferir en las ofertas de los demás participantes, en los términos del artículo 5.2.1.13 del Reglamento.

4.2.1. La valoración de la prueba indiciaria y el alcance del cuestionamiento formulado por el Área de Seguimiento.

Al efecto, resulta de la mayor importancia recordar que la prueba indiciaria supone partir de hechos conocidos y debidamente acreditados, para, mediante un proceso racional, de inferencia, establecer la existencia de otro hecho que no ha sido objeto de demostración directa. Es así como su fuerza probatoria, como lo manifiesta el recurrente, no depende necesariamente de que cada indicio, considerado aisladamente, resulte concluyente o tenga capacidad suficiente para demostrar por sí solo la conducta investigada, pues distintos elementos, individualmente considerados, pueden adquirir una mayor significación cuando convergen entre sí y, apreciados en conjunto, apuntan de manera consistente hacia una misma conclusión.

Pese a ello, la valoración conjunta no puede reducirse a la simple acumulación de circunstancias, entendiendo que la concurrencia de varios hechos sugestivos, coincidentes o temporalmente próximos no transforma, por ese solo hecho, una hipótesis plausible en un hecho demostrado. Consecuentemente, para que una cadena indiciaria adquiera verdadera fuerza probatoria es necesario que los distintos elementos no solo coexistan, sino que exista entre ellos una relación lógica suficientemente consistente y que, además, las inferencias que de cada uno se desprenden, encuentren respaldo al ser confrontadas con el restante material probatorio.

De ahí que la valoración integral de los indicios exija, en primer término, establecer con precisión cuáles son los hechos que se encuentran demostrados y, posteriormente, determinar cuál es el alcance inferencial que razonablemente puede atribuirse a cada uno de ellos para finalmente examinar si, considerados en conjunto y contrastados con las demás pruebas obrantes en el expediente, tales inferencias se refuerzan recíprocamente, se debilitan o encuentran explicaciones alternativas igualmente compatibles con los hechos acreditados.

En ese sentido, esta Sala reitera que la valoración conjunta de la prueba exige determinar previamente qué demuestra cada indicio y cuál es su alcance probatorio y que solo a partir de ese examen es posible establecer si, al ser apreciados en conjunto, los distintos elementos se confirman entre sí y conducen de manera suficientemente sólida a la hipótesis de responsabilidad o si, por el contrario, subsisten vacíos que

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

impiden tenerla por demostrada. De lo expuesto se desprende, entonces, que la fuerza demostrativa de la prueba indiciaria no radica simplemente en el número de circunstancias que puedan reunirse alrededor de una hipótesis, sino en la calidad y acreditación de los hechos indicadores, en la solidez de las inferencias que de ellos se extraen y en la capacidad del conjunto probatorio para corroborarlas de manera recíproca y consistente.

Por consiguiente, la Sala reitera que examinar individualmente los hechos indicadores, con el propósito de establecer su existencia y verdadero alcance probatorio, no constituye, por sí mismo, una valoración fragmentada. Por el contrario, la fragmentación reprochable se presentaría si el análisis se agotara en ese examen aislado y se omitiera posteriormente establecer el significado que tales hechos adquieren al ser apreciados en conjunto, circunstancia que no se presentó en la decisión de primera instancia.

Ahora bien, en el presente asunto, esta instancia observa que, aunque la Resolución recurrida abordó separadamente las distintas circunstancias destacadas en el pliego, también efectuó una valoración posterior de su convergencia y concluyó que la hora de apertura, la rapidez del calce, el vínculo matrimonial y las demás circunstancias investigadas podían justificar el examen disciplinario, pero no alcanzaban la suficiencia necesaria para demostrar la conducta imputada. En todo caso, y con el propósito de responder integralmente al reparo formulado por el recurrente, la Sala Plena efectuará nuevamente esa valoración desde la secuencia completa propuesta por el Área de Seguimiento, sin limitarse a determinar el mérito individual de cada hecho, así:

4.2.2. La existencia de una hipótesis razonable no equivale a la demostración de la infracción.

Antes de abordar esa secuencia, la Sala considera necesario efectuar una precisión que comparte con la primera instancia: las circunstancias advertidas en el curso de la actuación disciplinaria eran suficientemente relevantes para suscitar cuestionamientos razonables acerca de la dinámica de la negociación y, por tanto, justificaban plenamente su investigación. Así, el hecho de tratarse de la única rueda del día, la existencia de un vínculo matrimonial entre los operadores, la apertura posterior a la hora comunicada al mercado, el ingreso de la postura contraria pocos segundos después y la adjudicación de la operación constituían elementos que, apreciados conjuntamente, ameritaban ser esclarecidos mediante la actividad investigativa adelantada por el Área de Seguimiento.

Sin embargo, es fundamental enfatizar en que la sospecha que justifica investigar no puede convertirse, sin el necesario tránsito probatorio, en el fundamento de una declaración de responsabilidad. Lo anterior, puesto que existe una diferencia sustancial entre la suficiencia necesaria para formular una hipótesis investigativa y aquella requerida para tener por demostrada una infracción. Es así como una circunstancia puede resultar llamativa, atípica o incluso altamente sugestiva y, no obstante, perder o reducir su capacidad incriminatoria cuando es confrontada con otros elementos recaudados durante la actuación.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Ahora bien, como referente general de la racionalidad propia de los procedimientos de naturaleza sancionatoria, la Corte Constitucional en sentencia C-495 de 2019[5] ha establecido que:

> *" … la presunción de inocencia es una garantía fundamental que es igualmente exigible en los procedimientos administrativos[6], como lo reconoce expresamente el inciso primero del artículo 29 de la Constitución colombiana y que entraña las siguientes consecuencias: (…) (v) l**a prueba necesaria para demostrar la culpabilidad debe tener suficiente fuerza demostrativa, más allá de toda duda razonable, la que, en caso de persistir, debe resolverse mediante la confirmación de la presunción." (Resaltado* **de la sala**)

En este orden de ideas, la responsabilidad debe soportarse en pruebas con fuerza demostrativa suficiente y corresponde a quien formula el reproche acreditar los elementos que permiten estructurarlo, motivo por el cual, los vacíos probatorios no pueden trasladarse al investigado para que sea este quien demuestre la inexistencia de la infracción.

Así las cosas, la Sala acude a esta consideración como un referente compatible con las reglas que rigen este procedimiento, sin que ello implique trasladar mecánicamente al régimen de autorregulación todas las particularidades de otros procedimientos sancionatorios. En efecto, el artículo 2.5.2.1.2 del Reglamento consagra expresamente la presunción de inocencia y el artículo 2.5.2.2.4 dispone que las pruebas deben apreciarse en conjunto y de acuerdo con las reglas de la sana crítica. De estas disposiciones se desprende que la responsabilidad debe estar demostrada mediante una valoración racional e integral del acervo probatorio y no puede ser sustituida por la mera plausibilidad de la hipótesis acusatoria.

En consecuencia, el interrogante no consiste en determinar si los hechos inicialmente conocidos podían suscitar sospecha, pues para esta instancia es claro que podían perfectamente hacerlo, sino si la actividad probatoria desarrollada permitió convertir esa sospecha razonable en una inferencia suficientemente fundada de manipulación.

4.2.3. La última hora comunicada al mercado y la ausencia de un nuevo broadcast.

Para esta Sala se encuentra acreditado el hecho de que la negociación fue inicialmente programada para las 10:10 a.m., posteriormente reprogramada para las 11:00 a.m. y, finalmente, para las 11:10 a.m. Asimismo, que la postura inicial fue ingresada a las 11:20:03 a.m., sin que antes de ese momento hubiera sido difundido un tercer mensaje broadcast informando una nueva hora de inicio.

---

[5] Expediente: D-13121**,** Demanda de inconstitucionalidad contra el artículo 14 (parcial) de la Ley 1952 de 2019, "*Por medio de la cual se expide el Código General Disciplinario, se derogan la Ley 734 de 2002 y algunas disposiciones de la Ley 1474 de 2011, relacionadas con el derecho disciplinario".* M. P. Alejandro Linares Cantillo.

[6] La Corte Interamericana de Derechos Humanos ha reconocido, en varias ocasiones, que se trata de garantías no reservadas a los procesos judiciales: *"102. Si bien el artículo 8 de la Convención Americana se titula "Garantías Judiciales", su aplicación no se limita a los recursos judiciales en sentido estricto, "sino al conjunto de requisitos que deben observarse en las instancias procesales" a efecto de que las personas puedan defenderse adecuadamente ante cualquier acto emanado del Estado que pueda afectar sus derechos*": CIDH, sentencia de reparaciones y costas del 6 de febrero de 2001, Caso *Ivcher Bronstein contra Perú.*

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Al efecto, se considera que esa diferencia temporal es relevante y que su significado no puede agotarse, como correctamente advierte la recurrente, en la constatación de que el SEB permitía técnicamente ingresar una postura después de las 11:10 a.m. En ese aspecto es necesario precisar la motivación de primera instancia cuando reitera que una conducta que resulte técnicamente posible dentro de un sistema no determina, por ese solo hecho, su conformidad con las reglas disciplinarias que gobiernan la actuación de los participantes y que, por tanto, la posibilidad tecnológica y la licitud disciplinaria pertenecen a planos distintos.

Del mismo modo, la Sala reconoce que la inexistencia de un nuevo broadcast podía constituir un elemento relevante para examinar la tesis de asimetría informativa, en tanto la última información oficialmente transmitida al mercado se refería a las 11:10 a.m. Sin embargo, de esas dos circunstancias no se sigue necesariamente que los demás operadores hubieran quedado privados de conocer la apertura efectiva de la negociación o situados materialmente en condiciones desiguales para reaccionar a ella. Al efecto debe valorarse el testimonio practicado en la primera instancia al presidente de la rueda, quien estableció que, una vez ingresada la postura inicial, el propio SEB generaba alertas visuales y auditivas dirigidas a los operadores habilitados, circunstancia invocada también por el investigado al controvertir la tesis de que la apertura efectiva hubiera permanecido como información exclusiva del radicador.

Sobre el particular, la Sala advierte que la alerta generada por el SEB al momento de la apertura no equivale a una comunicación previa sobre la hora en que esta tendría lugar y que, por el contrario, se trata de mecanismos distintos: mientras el broadcast permitía informar anticipadamente una modificación del horario, la alerta del sistema advertía a los participantes una vez iniciada efectivamente la negociación. No obstante, esa diferencia tampoco permite concluir, por sí sola, que la ausencia de un nuevo broadcast hubiera dejado necesariamente a los demás operadores sin conocimiento de la apertura o sin posibilidad de reaccionar, pues el SEB generaba una alerta general al momento en que la negociación era activada. Con todo, la sola existencia de esa alerta simultánea tampoco demuestra que todos los participantes hubieran contado con una oportunidad materialmente equivalente de reacción. Su alcance debe valorarse junto con la duración de la etapa de exposición, el intervalo transcurrido hasta el ingreso de la postura contraria y los demás elementos que permitan establecer si la apertura produjo una desventaja efectiva para los restantes operadores.

Por lo expresado, esta Sala considera que, para que la ausencia de esa comunicación adquiriera el alcance incriminatorio pretendido por el recurrente era necesario articularla con otros elementos capaces de demostrar que el momento de apertura fue utilizado de forma que generara una ventaja informativa para determinados participantes o una desventaja material para los restantes, y es precisamente en ese enlace donde el acervo probatorio presentó dificultades como se verá más adelante.

4.2.4. Valor probatorio de los mensajes broadcast sobre la solicitud de aplazamiento.

Ahora bien, la Sala también considera necesario efectuar una precisión respecto de las dos reprogramaciones anteriores, frente a las cuales se hace mención en reiteradas oportunidades en el escrito de apelación presentado por el Área.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

El recurso llama la atención sobre el hecho de que los mensajes broadcast señalaron que las reprogramaciones se producían por consultas pendientes y "a solicitud del comisionista comprador", y controvierte, por ello, la afirmación de primera instancia según la cual los aplazamientos no podían relacionarse con la punta compradora.

En este punto, esta Sala coincide en que la literalidad de los mensajes no puede ser desconocida, entendiendo que los mensajes broadcast efectivamente incorporaron una referencia a una solicitud proveniente del comisionista comprador y, por ello, constituyen un elemento que debía integrar la valoración. Veamos:



No obstante, es necesario precisar que una cosa es que el mensaje atribuyera la solicitud al comisionista comprador y otra diferente es tener demostrado que el investigado personalmente formuló esas solicitudes, por un medio determinado y bajo circunstancias plenamente identificadas, ya que, según la prueba testimonial y documental examinada en la actuación, no fue posible individualizar con certeza quién formuló la solicitud, por qué canal fue transmitida ni, específicamente, atribuirla personalmente al investigado. Incluso, conforme la comunicación de la Vicepresidencia de Operaciones obrante en el expediente, la revisión del LOG permitió establecer únicamente que no existía comunicación por ese medio entre el Presidente de Rueda y el operador investigado, sin que esa constatación autorice, desde luego, a afirmar que ninguna comunicación hubiera podido existir por otro canal.

Por tanto, la Sala Plena se aparta de cualquier formulación que desconozca la referencia contenida en los broadcast, pero también considera que su contenido no permite tener por acreditado, con el grado requerido, que fue el investigado quien personalmente promovió las dos reprogramaciones.

En cualquier caso, precisa la Sala que aun si en gracia de discusión se acreditara una intervención de la punta compradora en las solicitudes de aplazamiento, ese hecho no demostraría, por sí mismo, que el ingreso posterior de la postura a las 11:20:03 a.m. hubiera respondido a una maniobra dirigida a restringir la libre concurrencia, ya que para atribuirle ese alcance era necesario que dicha circunstancia encontrara

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

respaldo en otros elementos probatorios capaces de vincularla de manera suficientemente sólida con la finalidad o el efecto manipulativo objeto de reproche.

4.2.5. La trazabilidad de la orden y el alcance temporal de la actuación atribuida al investigado.

La estructuración del cargo por parte del Área presenta como una de las circunstancias centrales que, habiéndose informado al mercado una apertura a las 11:10 a.m., el investigado ingresó la postura inicial a las 11:20:03 a.m. Desde esa perspectiva, el intervalo aproximado de diez minutos adquiere relevancia como período durante el cual el operador habría conservado materialmente el control del momento de apertura.

No obstante, el registro de la trazabilidad incorporada al expediente impide sostener que, durante la totalidad de ese intervalo, el investigado hubiera contado con una orden plenamente habilitada para su ejecución y, aun así, hubiera decidido mantenerla deliberadamente sin ingresarla al SEB. Por el contrario, el material probatorio da cuenta de distintas etapas en el procesamiento de la orden y, en efecto, aunque el LEO registró su recepción a las 10:51 a.m., ese registro no suponía que desde ese momento se hubieran agotado las actuaciones internas necesarias para dejarla en condiciones de ser ejecutada.

Entre ese registro y el ingreso al SEB se surtieron etapas de validación, autorización y creación de la preorden como se observa en el siguiente registro aportado:

No.	Hito / Actuación	Descripción del evento	Área / Origen	Hora	Soporte
1	Recepción inicial de comunicación	Recepción de **orden invalida y sin** el cumplimiento del contenido mínimo	Comitente comprador – correo institucional	10:17:00 a. m.	Anexo 2
2	Recepción de orden válida	Recepción de **orden completa**, válida y verificable, con cumplimiento de requisitos formales para su registro.	Comitente comprador – correo institucional	10:51:00 a. m.	Anexo 3
3	Remisión interna de la orden	Envío de la orden válida por parte del operador a las áreas de Operaciones y Cumplimiento para su validación.	Operador certificado	10:52:00 a. m.	Anexo 4
4	Autorización para preorden	Instrucción interna para proceder con el ingreso de la preorden en el sistema.	Cumplimiento → Operaciones	11:10:00 a. m.	Anexo 5
5	**Creación** de **preorden** sin	Creación de la preorden por parte de operaciones sin notificación al operador	Operaciones	11:17:42 a.m.	Anexo 6

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

	aviso al operador				
5	**Notificación** al operador de **preorden**	Notificación automática de creación de la **preorden** No. 255 en el sistema LEO.	Sistema LEO	11:19:00 a. m.	Anexo 7
6	**Creación** de **orden**	Creación formal de la **orden en el sistema LEO**. No 243	Operador certificado / LEO	11:19:36 a. m.	Anexo 8
7	**Notificación** de **orden**	Notificación automática de creación de la orden emitida por el sistema LEO. **Fecha y hora creación orden: 02/21/2024 11:19:36**	Sistema LEO	11:20 a. m.	Anexo 8
8	Ingreso de postura de compra	Ingreso de la postura inicial de compra en el Sistema Electrónico Bursátil (SEB).	Sistema SEB	11:20:03 a. m.	Registro SEB

Lo anterior, vale la pena precisar, no significa que el tiempo transcurrido carezca de relevancia, sino que impide atribuirle automáticamente al investigado la totalidad de ese intervalo o inferir, a partir de ese solo hecho, que decidió diferir el ingreso de la postura con una finalidad manipulativa; véase que, aun cuando la orden se recibió de manera completa a las 10:51 a.m., solo a las 11:17 a.m. fue creada por parte de Operaciones y solo a las 11:19 fue creada de manera formal en el LEO.

En consecuencia, para atribuir a ese intervalo el significado propuesto era necesario contar con elementos probatorios adicionales que permitieran establecer tanto la efectiva disponibilidad de la orden como una actuación atribuible al investigado orientada a diferir su ingreso y, en esta oportunidad, tales presupuestos no se encuentran suficientemente acreditados en el acervo probatorio que acompaña el expediente.

4.2.6. El control sobre el momento de ingreso de la postura y su valoración probatoria.

Ahora bien, frente a este punto en particular, la Sala no desconoce que, atendiendo a la operatividad de la negociación, el operador radicador ejecutaba el acto material mediante el cual se ingresaba la postura inicial y, con ello, se activaba la etapa de exposición. En esa medida, resulta correcto afirmar que el investigado tenía control material sobre el momento en que ingresaba su propia postura. El recurso, sin embargo, atribuye a esa circunstancia un alcance adicional al señalar que: *"La imputación se sustentó en que una serie de circunstancias objetivamente acreditadas, apreciadas de manera convergente, permiten inferir que el imputado controló materialmente el momento efectivo de apertura de la subasta, sin que los demás operadores tuvieran esa información, generando así una interferencia objetiva que restringió la libre concurrencia".*

Para la Sala, ese razonamiento exige distinguir entre el control material sobre el acto de ingreso de la postura y la utilización de ese control con un propósito o efecto manipulativo. El primero se encuentra acreditado por la propia dinámica de la negociación; el segundo, en cambio, requería elementos probatorios adicionales que permitieran establecer que el investigado aprovechó deliberadamente esa posición para seleccionar estratégicamente el momento de apertura, generar una ventaja informativa o colocar a los demás operadores en una situación de desventaja frente a la negociación.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Consecuentemente, es fundamental comprender que el dominio material sobre un acto operacionalmente asignado a un participante constituye, en principio, una circunstancia neutral y, para que adquiera un significado incriminatorio es necesario establecer, mediante el conjunto y la convergencia de las pruebas, que ese dominio fuera efectivamente utilizado en conexión con el objeto o efecto prohibido por la norma, lo cual no quedó acreditado.

Como ya se analizó en precedencia, la trazabilidad no demuestra que el investigado hubiera dispuesto de la orden desde las 11:10 a.m. y la hubiera retenido deliberadamente durante diez minutos. Tampoco existe prueba de que la operadora que presentó la postura contraria conociera anticipadamente el momento en que aquel ingresaría la postura o de que hubiera recibido información que no estuviera disponible para los demás participantes. Por ello, el control material no puede convertirse, sin un elemento adicional de corroboración, en sinónimo de utilización manipulativa del control.

4.2.7. El intervalo de entre 6 y 7 segundos entre el ingreso de las posturas.

También se encuentra acreditada la proximidad temporal entre la postura inicial y la postura contraria, lo que constituye, indudablemente, un elemento que podía ser considerado en el análisis, particularmente cuando se lo examina junto con el vínculo matrimonial entre ambos operadores. No obstante, durante la actuación se incorporaron análisis y elementos de comparación que permitieron concluir que intervalos de esa magnitud no resultaban extraños o excepcionales dentro de la dinámica de este tipo de negociaciones y, frente a lo expuesto, la Resolución de primera instancia ya había advertido que la proximidad temporal constituía un dato susceptible de análisis, pero que no demostraba por sí sola coordinación o manipulación.

La Sala Plena comparte esa conclusión con una precisión y es que el intervalo no se descarta por carecer completamente de valor, sino porque la evidencia disponible impide atribuirle un significado incriminatorio concluyente. Que una postura haya sido ingresada 6 o 7 segundos después de otra puede resultar intuitivamente llamativo, especialmente si la alerta del sistema solo se producía al activarse la negociación. Sin embargo, la prueba incorporada mostró que tiempos semejantes se presentaban en otras negociaciones de características comparables, lo que reduce la capacidad demostrativa de la regla inferencial según la cual una respuesta tan rápida supone necesariamente conocimiento anticipado o coordinación. La Sala no desconoce que la simultaneidad de la alerta y la brevedad del intervalo justificaban una verificación rigurosa; concluye, no obstante, que el expediente no permitió establecer que ese lapso fuera excepcional ni que la operadora adjudicataria hubiera conocido la apertura antes que los demás participantes.

Precisamente, para esta Sala, la prueba indiciaria exige no confundir aquello que resulta llamativo desde una apreciación intuitiva con aquello que, confrontado con la experiencia acreditada dentro del expediente, permite construir una inferencia suficientemente sólida. El verdadero alcance depende de la manera en que lo llamativo se articule con los demás hechos acreditados y de la existencia de elementos adicionales que permitan descartar explicaciones compatibles con el funcionamiento ordinario de la negociación.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

4.2.8. El vínculo matrimonial y su alcance probatorio.

La existencia del vínculo matrimonial entre el investigado y la operadora constituye un hecho plenamente acreditado y relevante para la investigación. En ese sentido, la Sala no comparte una aproximación que pretenda excluirlo de la valoración por tratarse simplemente de una relación personal.

Pues bien, en un contexto como el analizado, ese vínculo justificaba razonablemente indagar si había existido comunicación, transmisión de información o algún tipo de coordinación respecto de la negociación. Con todo, lo cierto es que el hecho probado es el vínculo matrimonial y de él no se sigue, sin elementos adicionales de corroboración, que la operadora hubiera conocido anticipadamente el momento exacto de apertura, que el investigado le hubiera transmitido esa información o que ambos hubieran concertado la presentación de sus posturas.

A pesar de ello, la Sala tampoco considera que la existencia de una comunicación explícita entre ambos constituya un requisito indispensable para demostrar la infracción, ya que una eventual coordinación puede establecerse válidamente a través de indicios, aun cuando no exista un mensaje, llamada, grabación o documento que revele directamente el acuerdo. No obstante, del solo vínculo matrimonial no puede inferirse que hubiera existido comunicación, intercambio de información o coordinación entre los operadores.

En otras palabras, la ausencia de una prueba directa no impide que esos hechos puedan acreditarse mediante indicios, pero para ello se requieren otros elementos que, valorados conjuntamente, permitan sustentar razonablemente esa conclusión. Su relevancia radica en que habrían podido funcionar como ratificaciones independientes de la inferencia propuesta por el Área, pero al no aparecer demostrados, el vínculo matrimonial conserva valor contextual, pero no adquiere por sí mismo capacidad para demostrar la transmisión de información o concertación.

4.2.9. La asimetría informativa alegada por el Área de Seguimiento.

El Área sostiene que el elemento central de la conducta consistió en una asimetría informativa, *"En consecuencia, apreciada integralmente la secuencia probatoria, la conducta desplegada por el investigado tuvo la aptitud objetiva y el efecto para interferir en las condiciones de participación de los restantes operadores habilitados, al generar una asimetría informativa en relación con el horario en el que se realizaría la negociación."*

El Área de Seguimiento sustenta esta conclusión en que, mientras el mercado tenía como última hora informada las 11:10 a.m., el investigado conocía el momento exacto en que ingresaría su postura y, con ello, cuándo se produciría la apertura efectiva de la negociación. De lo transcrito, la Sala reconoce que este constituye uno de los argumentos centrales del recurso; sin embargo, advierte que de esa circunstancia no puede concluirse automáticamente que existiera una asimetría informativa con relevancia disciplinaria. Para efectos de la subsunción en el artículo 5.2.1.13 del Reglamento debían examinarse separadamente las dos modalidades previstas en la norma: si el comportamiento tuvo por objeto restringir la participación, era necesario demostrar una utilización deliberada del momento de apertura con esa finalidad; y si se le

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

atribuía un efecto restrictivo, debía acreditarse que la forma de apertura colocó materialmente a los demás operadores en condiciones desiguales para conocer la negociación o reaccionar frente a ella. La mera aptitud abstracta de la conducta no sustituye la demostración de alguna de esas dos modalidades.

Es así como esta Sala destaca que el conocimiento del investigado sobre el momento en que ejecutaría su propio acto de ingreso no basta para establecer que utilizó esa circunstancia con una finalidad restrictiva ni que produjo una desventaja material para los demás participantes. Tampoco era indispensable demostrar una comunicación explícita o un acuerdo entre los operadores, pues ambas modalidades podían acreditarse mediante prueba indiciaria. Sin embargo, el expediente debía ofrecer elementos suficientes para concluir, bien que el momento de apertura fue deliberadamente instrumentalizado para restringir la participación, bien que la forma en que se produjo impidió o dificultó materialmente la reacción de los demás operadores. Ninguno de esos extremos quedó suficientemente demostrado, motivo por el cual la existencia de una asimetría informativa disciplinariamente relevante no puede darse por sentada.

Sin perjuicio de lo anterior, la Sala reitera que no desconoce en ninguna medida la relevancia de las circunstancias advertidas ni considera que se trate de un asunto que pudiera ser analizado de manera ligera o superficial, y es precisamente por la seriedad del reproche formulado y por las consecuencias que se derivan de una declaración de responsabilidad disciplinaria que la valoración probatoria debía ser especialmente rigurosa.

En esa medida, no basta con que una determinada lectura de los hechos resulte posible o razonable; también es necesario que encuentre respaldo suficiente en el acervo probatorio y que permita superar las dudas relevantes que subsistan sobre la existencia de la ventaja informativa atribuida al investigado y sobre la desventaja que esta habría generado para los demás participantes. Así, la Sala concluye, frente a este punto en especial, que la exigencia de una demostración suficiente no implica desconocer los indicios ni restar importancia a la hipótesis construida por el Área de Seguimiento, sino reconocer que una decisión sancionatoria no puede descansar exclusivamente en sospechas, coincidencias o inferencias que, aun siendo atendibles, no lograron acreditar la ocurrencia de la conducta reprochada.

4.2.10. Los registros del SEB y la ausencia de otras posturas.

El Área también cuestiona la relevancia otorgada en primera instancia a las respuestas suministradas por las sociedades comisionistas y considera que los registros técnicos del SEB constituían el medio objetivo para determinar quiénes participaron efectivamente en la negociación. En este punto, la Sala coincide en que un registro técnico contemporáneo a los hechos posee, en principio, una particular importancia para reconstruir objetivamente la dinámica de una negociación. Sin embargo, es necesario recalcar que la fuerza de ese argumento depende de qué información conservaba realmente el sistema para la época de los hechos.

Así las cosas, conforme a las pruebas recaudadas, se pudo establecer que el LOG de la época no conservaba los intentos de postura efectuados por los participantes. No obstante, tal ausencia no permite de ninguna manera inferir que ningún otro operador realizó actuaciones dirigidas a participar y mucho menos permite

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

concluir, exclusivamente a partir de esa ausencia, que la falta de participación fue causada por la apertura a las 11:20:03 a.m.

Dicho de otra manera, para que la ausencia de registros pudiera utilizarse como prueba de que no existieron otras posturas, era necesario establecer previamente que el sistema las registraba de manera íntegra. Por lo tanto, si el LOG no ofrecía trazabilidad íntegra, tal ausencia tampoco permitía concluir, por sí sola, que no se hubieran podido presentar otras ofertas.

4.2.11. Alcance probatorio de las comunicaciones remitidas posteriormente por las sociedades comisionistas.

La Sala Plena tampoco comparte la tesis según la cual las respuestas remitidas por las sociedades comisionistas deben ser descartadas o sustancialmente privadas de valor por la sola circunstancia de haber sido obtenidas con posterioridad a la negociación.

Lo mencionado por cuanto, en materia probatoria, debe distinguirse entre la posibilidad de valorar un elemento y la fuerza demostrativa que finalmente se le atribuye. La posterioridad temporal de una manifestación es, sin duda, una circunstancia relevante para ponderar su mérito, pues una declaración elaborada posteriormente no posee necesariamente la misma capacidad reconstructiva que un registro técnico generado simultáneamente con los hechos y, por ello, su contenido debe examinarse atendiendo a su origen, cercanía temporal, consistencia, precisión y correspondencia con los restantes medios de prueba.

Pero de allí no se sigue, de ninguna manera, que una comunicación ex post sea jurídicamente invalorable por definición, ya que, en el presente asunto, las respuestas de las sociedades comisionistas aportaron información acerca del conocimiento que tenían de la negociación, la existencia de instrucciones u órdenes y las actuaciones desplegadas con miras a participar en la negociación. La primera instancia otorgó especial relevancia a esas comunicaciones al concluir que la mayoría de los participantes conocieron la negociación y desarrollaron actuaciones encaminadas a intervenir.

Pese a ello, la Sala Plena estima necesario matizar el alcance de esa consideración, entendiendo que tales comunicaciones coadyuvaron a la reconstrucción probatoria, pero no constituyen, por sí solas, el fundamento determinante de la conclusión exoneratoria. Esta precisión se materializa en reconocer que, por su carácter posterior, dichas comunicaciones pueden tener una fuerza probatoria más limitada que una evidencia técnica contemporánea y completa, sin que ello implique excluirlas de la valoración del conjunto probatorio. Además, su valoración debe efectuarse en conjunto con la trazabilidad de la orden, la prueba sobre el funcionamiento del SEB, las alertas generadas por el sistema, el alcance real del LOG y los demás elementos incorporados a la actuación.

Más aún, considerando que incluso si se disminuyera sustancialmente el peso asignado a esas comunicaciones, persistirían las dificultades centrales de la hipótesis del recurso; no se acreditó una retención deliberada durante los diez minutos señalados; no se demostró conocimiento anticipado de la apertura por parte de la operadora adjudicataria; el intervalo de 6 o 7 segundos no resultó excepcional; el

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

vínculo matrimonial no acreditó comunicación o concertación; y el LOG no permitía reconstruir íntegramente los intentos de participación.

Por ello, la conclusión de esta instancia no está soportada en que las manifestaciones posteriores demuestren por sí mismas que no existió restricción, sino en que dichas comunicaciones, aun cuando por su carácter posterior tengan una fuerza probatoria más diluida, constituyen un elemento coadyuvante dentro de un acervo que, apreciado conjuntamente, no permite demostrar la hipótesis de responsabilidad.

Así las cosas, esta precisión también conduce a apartarse de cualquier afirmación según la cual el solo hecho de que algunos operadores hubieran participado excluye necesariamente la posibilidad de una asimetría informativa. Ello por cuanto, conceptualmente, ambas circunstancias podrían coexistir, pero lo relevante es que, en este expediente, la asimetría informativa con el alcance disciplinariamente relevante propuesto por el Área no quedó suficientemente demostrada.

4.2.12. La denuncia anónima y su alcance confirmatorio.

El Área cuestiona igualmente que la denuncia anónima que antecedió a la actuación no hubiera sido objeto de un desarrollo específico en la decisión recurrida y sostiene que su contenido resulta concordante con la secuencia posteriormente identificada en el pliego. Frente a este argumento, la Sala considera que, en efecto, la denuncia constituye un elemento que podía legítimamente orientar la actividad investigativa.

Así lo manifiesta precisamente por cuanto una denuncia puede cumplir la función de poner en conocimiento de la autoridad disciplinaria circunstancias que deben ser verificadas y de señalar posibles líneas de investigación. No obstante, su capacidad para originar una investigación no equivale a capacidad para probar por sí misma los hechos denunciados. En ese orden de ideas, la fuerza confirmatoria de su contenido depende de que las afirmaciones allí formuladas encuentren respaldo independiente en otros elementos de convicción y, en este asunto, algunos datos objetivos mencionados en la denuncia pudieron coincidir con hechos posteriormente establecidos. Ello, sin embargo, no permitió considerar igualmente demostradas las conclusiones incriminatorias incorporadas en la misma comunicación.

Particularmente, no quedó establecido para esta Sala la existencia de un patrón reiterado de aperturas tardías seguido de adjudicaciones a la misma operadora, ni se incorporaron elementos que demostraran que la negociación investigada hiciera parte de una práctica repetitiva previamente identificable. En consecuencia, la denuncia contribuyó a orientar la investigación, pero no constituyó una fuente autónoma de ratificación de la existencia de concertación, transmisión anticipada de información o utilización manipulativa del momento de apertura.

4.2.13. La inexistencia de otras subastas programadas.

También se encuentra acreditado que la negociación investigada era la única programada para ese mercado en la fecha correspondiente, circunstancia que permitía que el sistema permaneciera disponible y que la postura inicial pudiera ser ingresada después del horario inicialmente comunicado.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

La Sala coincide en que ese hecho puede contribuir a explicar cómo resultaba operacionalmente posible que la negociación comenzara después, pero lo cierto es que la posibilidad u oportunidad objetiva de ejecutar una conducta no demuestra que esa posibilidad haya sido utilizada con propósito o efecto manipulativo.

Así las cosas, la inexistencia de una subasta posterior acredita una determinada condición operacional del sistema, pero no comprueba, por sí sola, el aprovechamiento deliberado de esa condición por parte del disciplinado para restringir la concurrencia de los otros operadores y, por ello, aunque puede dar información acerca del contexto en que se produjo la negociación, no acredita de manera suficiente y autónoma su responsabilidad en la conducta que le ha sido imputada.

4.2.14. Valoración conjunta de la cadena indiciaria propuesta por el Área de Seguimiento.

Corresponde ahora regresar al cuestionamiento principal del recurso y examinar la secuencia en su totalidad y, en ese orden de ideas, la Sala reconoce que el Área presenta una pluralidad de circunstancias reales, tales como las reprogramaciones anteriores; el hecho de que la última hora oficialmente informada fuera las 11:10 a.m.; la ausencia de un nuevo broadcast; el ingreso de la postura inicial a las 11:20:03 a.m.; el hecho de que el investigado realizó materialmente el acto que abrió la negociación; el ingreso de la postura contraria aproximadamente 6,6 segundos después; el vínculo matrimonial entre los operadores; la adjudicación de dicha postura; y la inexistencia de una negociación posterior que cerrara la posibilidad técnica de apertura.

Ese conjunto, observado superficialmente, presenta una secuencia sugestiva; sin embargo, la valoración conjunta exige algo más que sumar los hechos. Veamos:

(i) Los indicios adquieren mayor fuerza cuando distintos hechos, valorados de manera conjunta, coinciden en señalar una misma conclusión y se corroboran recíprocamente. Sin embargo, esa fuerza se debilita cuando para llegar a la conclusión de responsabilidad es necesario asumir previamente como probado un significado incriminatorio que el propio expediente no permite tener por demostrado.

(ii) En este caso, varios de los enlaces necesarios presentan dificultades concretas, por ejemplo:

- La apertura a las 11:20:03 a.m. existe como hecho, pero de ella no puede inferirse una retención u omisión deliberada del disciplinado durante diez minutos.
- La ausencia de un tercer broadcast existe como hecho, pero de ella no se sigue automáticamente que los demás operadores desconocieran la apertura efectiva, pues el sistema emitía alertas una vez activada la negociación.
- El control material del ingreso existía, pero no se acreditó el uso abusivo de ese control.
- El intervalo de aproximadamente 6,6 segundos existió, pero no resultó excepcional frente a la dinámica acreditada de otras operaciones.
- El vínculo matrimonial existe, pero no acredita por sí mismo transmisión anticipada de información.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

- La postura adjudicataria existió, pero el resultado favorable no demuestra por sí solo la existencia del mecanismo manipulativo.
- La ausencia de otros registros completos tampoco demuestra que ningún tercero hubiera desplegado actuaciones para participar, cuando el propio alcance técnico del registro no permite reconstruir íntegramente tales intentos.
- Y la denuncia previa podía orientar la investigación, pero no acreditó autónomamente la existencia de un patrón reiterado o de una concertación entre los operadores.

Por lo expuesto, la Sala Plena es enfática en resaltar que bajo ningún concepto desconoce los indicios propuestos, pero debe valorarlos detalladamente. En ese sentido, entiende que la valoración conjunta no opera como una regla según la cual varias circunstancias individualmente equívocas, por el solo hecho de ser numerosas, necesariamente produzcan una conclusión inequívoca. Puede ocurrir, ciertamente, que indicios aisladamente débiles se robustezcan por convergencia, pero para ello debe existir una verdadera concordancia respecto del hecho que se pretende demostrar.

En este asunto, la convergencia entre la apertura posterior a la hora informada, la ausencia de un nuevo broadcast, el control material del ingreso por parte del investigado, el vínculo matrimonial, la presentación de la postura contraria aproximadamente 6,6 segundos después y su posterior adjudicación incrementa razonablemente la sospecha y explica la necesidad de la investigación. No obstante, la valoración conjunta también debe incorporar los elementos que debilitan los enlaces centrales de esa inferencia: la trazabilidad no demuestra que el investigado hubiera dispuesto de la orden durante los diez minutos completos ni que la hubiera retenido deliberadamente; los tiempos de respuesta comparables impiden considerar excepcional, por sí solo, el intervalo de 6,6 segundos; las alertas generales excluyen que la apertura hubiera permanecido necesariamente oculta, aunque no demuestran por sí mismas igualdad efectiva; el LOG no permitía reconstruir íntegramente los intentos de participación; y no se acreditó que la operadora adjudicataria hubiera conocido anticipadamente el momento de apertura. Apreciados de manera integrada, estos elementos no eliminan el carácter sugestivo de la secuencia, pero impiden que sus distintos indicios se corroboren recíprocamente con la fuerza necesaria para demostrar que el investigado utilizó deliberadamente el momento de apertura para favorecer a la contraparte o que produjo una restricción material de la participación de los demás operadores.

En ese contexto, la Sala considera necesario efectuar una precisión para evitar una lectura equivocada de su conclusión: la decisión no parte de exigir al Área de Seguimiento la existencia de comunicaciones explícitas entre los cónyuges, grabaciones, confesiones o cualquier otro medio de prueba directa que evidencie una eventual concertación, ya que una conducta de esta naturaleza puede, por supuesto, acreditarse mediante prueba indiciaria. No obstante, la dificultad probatoria que presenta este proceso no radica en la ausencia de una “prueba reina”, sino en que los elementos indirectos disponibles, aun valorados de manera conjunta, no ofrecen una acreditación suficiente de varios de los aspectos necesarios para sostener la inferencia de responsabilidad propuesta.

4.2.15. Sobre el cuestionamiento relacionado con el deber de lealtad.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

El recurso sostiene que la misma secuencia fáctica permite estructurar el desconocimiento del deber de lealtad previsto en el artículo 5.1.3.4 del Reglamento, bajo el entendido de que el investigado no habría actuado íntegramente al no activar la negociación en el horario informado; habría desconocido la franqueza al no informar a la Bolsa que la apertura se realizaría en un momento diferente; habría comprometido la fidelidad respecto de los demás participantes y generado condiciones de información asimétrica.

La Sala reconoce que el deber de lealtad previsto en el artículo 5.1.3.4 del Reglamento tiene contenido normativo propio y no se agota necesariamente en la configuración de una conducta de manipulación. Sin embargo, en este expediente el cargo concreto de lealtad fue estructurado sobre el mismo núcleo fáctico de la imputación por manipulación: la conducta desleal no fue presentada como una actuación autónoma e independiente, sino como consecuencia del comportamiento que, según el pliego, habría generado una asimetría informativa y restringido la igualdad de participación de los operadores.

En esas condiciones, las dificultades probatorias ya analizadas conservan plena relevancia. Sin desconocer la autonomía normativa del deber de lealtad, la Sala debe resolver el cargo en los términos fácticos en que fue formulado y no puede reconstruirlo en segunda instancia a partir de un comportamiento distinto. Por ello, no resulta posible afirmar que el investigado desconoció la integridad, franqueza, fidelidad u objetividad con fundamento en una asimetría informativa cuya existencia, utilización o efecto restrictivo no quedaron suficientemente demostrados. Una conclusión diferente convertiría la cláusula general de lealtad en fundamento para sancionar una conducta autónoma que no fue formulada en esos términos en el pliego de cargos.

En consecuencia, la Sala Plena comparte la conclusión de primera instancia según la cual, al carecer el reproche de lealtad de una base fáctica autónoma y no haberse acreditado la obstaculización o interferencia en los términos imputados, tampoco podía declararse, sobre esa misma construcción fáctica, la segunda infracción.

4.3. Consideraciones sobre el pronunciamiento interpuesto por el investigado.

Antes de entrar a analizar detenidamente el pronunciamiento presentado por el investigado, la Sala Plena considera necesario señalar, en primer término, que varios de los argumentos formulados en su escrito ya fueron examinados al resolver los cuestionamientos planteados por el Área de Seguimiento. Por esta razón, y con el propósito de evitar reiteraciones innecesarias, las consideraciones que siguen se concentrarán en aquellos planteamientos de la defensa que requieren una precisión adicional.

4.3.1. Sobre la valoración conjunta de la prueba.

El investigado rechaza que la decisión de primera instancia hubiera efectuado una valoración fragmentada de los hechos y sostiene que la metodología empleada consistió, primero, en establecer cuáles hechos indicadores se encontraban acreditados y cuál era su verdadero alcance probatorio para, posteriormente, determinar si, apreciados conjuntamente, conservaban la capacidad de sustentar la inferencia propuesta en el pliego. La Sala comparte, en términos generales, esta apreciación.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Como se explicó al resolver el recurso, el examen individual de los distintos hechos no comporta, por sí mismo, una valoración fragmentada. Antes de establecer si existe una verdadera convergencia indiciaria resulta necesario determinar qué acredita cada elemento, cuál es su alcance y hasta dónde permite avanzar razonablemente en la construcción inferencial. A ello se suma que, con posterioridad a la formulación del pliego, fueron incorporados nuevos elementos de juicio, entre ellos, el testimonio del Presidente de Rueda y las respuestas de las sociedades comisionistas.

En consecuencia, la valoración final no podía limitarse a reproducir la hipótesis inicialmente formulada, sino que debía determinar si aquella mantenía su fuerza una vez contrastada con el material probatorio recaudado durante la actuación.

4.3.2. Sobre las solicitudes de aplazamiento.

La defensa sostiene que los mensajes broadcast, aun cuando señalaron que las reprogramaciones obedecían a consultas pendientes y se realizaban “a solicitud del comisionista comprador”, no permiten atribuir personalmente al investigado la formulación de esas solicitudes. Como fundamento de esa posición invoca, entre otros elementos, la declaración del Presidente de Rueda, quien no habría podido precisar quién realizó la solicitud ni el medio utilizado para ello, así como la ausencia de una comunicación registrada en el LOG entre la Presidencia de Rueda y el investigado. La Sala comparte parcialmente este planteamiento por cuanto, como ya se precisó, no puede desconocerse la literalidad de los mensajes broadcast ni la referencia que en ellos se hizo al “comisionista comprador”. Sin embargo, el contenido de esos mensajes no permite, por sí solo, individualizar al investigado como la persona que formuló personalmente las solicitudes de reprogramación.

En ese sentido, la Sala coincide con la defensa en que debe diferenciarse entre una referencia atribuible a la punta compradora y la atribución personal de una actuación al investigado. Esta última requería un soporte adicional que permitiera establecer quién formuló la solicitud y en qué condiciones, elemento que no aparece suficientemente acreditado.

En todo caso, incluso si se admitiera la intervención de la punta compradora en las reprogramaciones, ello no demostraría, por sí mismo, que el posterior ingreso de la postura hubiese tenido una finalidad manipulativa, pues, como ya se explicó, esa circunstancia únicamente adquiere relevancia disciplinaria si, apreciada con los demás elementos del expediente, permite establecer el objeto o efecto restrictivo atribuido a la conducta.

4.3.3. Sobre la hora informada al mercado.

El investigado sostiene que las 11:10 a.m. no constituía una hora exacta y perentoria de apertura, sino el momento a partir del cual la negociación podía iniciar, y apoya esta interpretación en el testimonio del Presidente de Rueda y en el funcionamiento técnico del SEB para la época de los hechos. Pese a ello, la Sala considera que este argumento debe ser objeto de una precisión.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

El hecho de que el sistema no impusiera técnicamente una apertura exactamente a las 11:10 a.m. no significa que la hora comunicada al mercado careciera de relevancia, por cuanto se trataba de la última información oficial disponible para los operadores y, por ello, la diferencia entre esa hora y el momento efectivo de apertura debía ser examinada.

Ahora bien, tampoco puede derivarse de esa diferencia, sin elementos adicionales, que el ingreso posterior de la postura fuera irregular o que respondiera necesariamente a una finalidad manipulativa. La relevancia del dato temporal dependía, precisamente, de su conexión con otros elementos capaces de demostrar que el momento de apertura fue utilizado para generar una ventaja informativa o restringir la participación de terceros.

Por lo expuesto, la Sala no acoge una lectura según la cual las 11:10 a.m. resultaba irrelevante, pero tampoco comparte que su sola superación permita estructurar la conducta reprochada.

4.3.4. Sobre la alegada asimetría informativa.

La defensa distingue entre no conocer anticipadamente el segundo exacto en que el radicador ingresaría la postura y no conocer la apertura efectiva de la negociación. Señala, además, que el SEB generaba alertas visuales y auditivas una vez activada la negociación, por lo que, a su juicio, la apertura no constituía información exclusiva del investigado.

Respecto a tal afirmación, la Sala considera acertada la necesidad de efectuar esa distinción, aunque con la siguiente precisión: que el sistema generara alertas al momento de la apertura no equivale automáticamente a una comunicación previa sobre la hora en que esta tendría lugar. Sin embargo, la existencia de dichas alertas sí constituye un elemento que debe ser considerado al valorar la afirmación según la cual los demás participantes permanecieron completamente ajenos al momento efectivo de apertura.

Así las cosas, la Sala coincide con la defensa en que la existencia de una asimetría informativa con relevancia disciplinaria no podía darse por sentada, ya que, para ello, y como ya se analizó, era necesario demostrar que la posición del investigado generó efectivamente una ventaja informativa relevante para determinados participantes o una desventaja para los demás operadores, lo cual no fue acreditado.

4.3.5. Sobre la comunicación de la sociedad comisionista para la que actuaba el quejoso.

La defensa cuestiona el alcance atribuido a la expresión según la cual la salida a rueda habría sido “sorpresiva” y sostiene que dicha apreciación debe confrontarse con los propios soportes aportados por la sociedad, en los cuales se habría indicado que la orden fue ejecutada, aunque no resultó adjudicada por la dinámica de la puja.

Sobre este punto, la Sala considera que ninguna de esas referencias puede valorarse de manera aislada, ya que la expresión “sorpresiva” constituye un elemento relevante en cuanto refleja la percepción reportada por uno de los participantes. Sin embargo, su alcance debe ser confrontado con el resto de la

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

documentación aportada por la misma sociedad y con las demás pruebas relativas a la dinámica de participación. Por ello, esa manifestación no basta, por sí sola, para demostrar que la forma en que se produjo la apertura impidió materialmente la participación de la sociedad o de otros operadores.

En suma, esta instancia comparte varios de los planteamientos formulados por el investigado, en particular aquellos relativos a la necesidad de distinguir entre los hechos efectivamente comprobados y las inferencias que de ellos se pretenden derivar, al alcance limitado del LOG del SEB, al valor coadyuvante de las comunicaciones ex post y a la imposibilidad de atribuir al vínculo matrimonial un significado que no encuentra respaldo adicional en el expediente.

En conclusión, una vez contrastados los hechos inicialmente identificados con las pruebas recaudadas durante la actuación, la cadena inferencial propuesta por el Área de Seguimiento no alcanzó la suficiencia necesaria para acreditar ninguna de las dos modalidades previstas en el artículo 5.2.1.13 del Reglamento. No se demostró que el investigado hubiera utilizado deliberadamente el momento de apertura con el objeto de generar una ventaja informativa, favorecer a la operadora vinculada o restringir la participación de los demás operadores; tampoco se acreditó que la forma en que se produjo la apertura hubiera tenido como efecto una obstaculización material de la libre concurrencia o de la participación de terceros. La sospecha que justificó la investigación conservó elementos que hacían razonable el cuestionamiento formulado por el Área, pero no alcanzó a transformarse en demostración suficiente de las conductas sancionables.

Finalmente, la Sala Plena reitera que, por las razones expuestas y con las precisiones efectuadas en precedencia, los argumentos formulados en el recurso de apelación no desvirtúan la conclusión exoneratoria adoptada por la Sala de Decisión y, en consecuencia, procede a confirmar la decisión contenida en la Resolución No. 516 del 8 de julio de 2026, por las razones expuestas en la presente providencia.

En mérito de todo lo expuesto, la Sala Plena de la Cámara Disciplinaria,

5. Resuelve

Primero: Confirmar la Resolución 516 del 8 de julio de 2026, proferida por la Sala de Decisión de la Cámara Disciplinaria, por las razones expuestas en la presente providencia.

Segundo: Notificar al Dr. Julián Andrés Carrillo González y a la jefa del Área de Seguimiento el contenido de la presente Resolución, de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento de Funcionamiento y Operación de la BMC Bolsa Mercantil de Colombia S.A., advirtiéndoles que contra la presente Resolución no procede recurso alguno.

Tercero: En firme la presente Resolución, comuníquese a la Superintendencia Financiera de Colombia y al área de Comunicaciones de la Bolsa el contenido de esta, para su correspondiente publicación.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Dada en Bogotá, D.C., a los catorce (14) días del mes de septiembre de 2026.

Notifíquese y cúmplase,

LUIS FERNANDO LÓPEZ ROCA
Presidente

ALEXANDRA VALERIA FERRAO ASPITE
Secretaria (E)

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

BMC Bolsa Mercantil de Colombia S.A.
Sala de Decisión de la Cámara Disciplinaria

Resolución No. 516
(8 de julio de 2026)

Por medio de la cual se decide una investigación disciplinaria

La Sala de Decisión de la Cámara Disciplinaria de la BMC Bolsa Mercantil de Colombia S.A., en adelante, la "Bolsa", en ejercicio de las facultades que le confieren la Ley 964 de 2005, el Decreto 2555 de 2010, los Estatutos y el Reglamento de Funcionamiento y Operación de la Bolsa, en adelante, el "Reglamento", decide una investigación disciplinaria, previas las siguientes consideraciones.

1. Antecedentes

1.1. El 11 de diciembre de 2025, la Jefe del Área de Seguimiento de la Bolsa radicó ante la Secretaría de la Cámara Disciplinaria, vía correo electrónico, el pliego de cargos formulado en contra del Dr. Julián Andrés Carrillo González, operador para la época de los hechos de una sociedad comisionista de Bolsa (en adelante el "investigado"), con ocasión de la conducta desplegada en la negociación celebrada a través del Sistema Electrónico de Negociación de la Bolsa el 21 de febrero de 2024, que dio origen a la operación No. XX33, con la cual presuntamente pudo haber obstaculizado la libre concurrencia e interferido en la participación de otros operadores habilitados para intervenir en dicha negociación y haber desconocido el deber de lealtad, al no haber obrado de manera íntegra, franca, fiel y objetiva frente a todos los operadores habilitados para participar en la subasta.

1.2. El 12 de diciembre de 2025, la Secretaría de la Cámara notificó del pliego al investigado y le corrió traslado por un término de quince (15) días hábiles, es decir, hasta el 6 de enero de 2026, para que realizara los pronunciamientos que estimara pertinentes.

1.3. De acuerdo con el artículo 2.3.1.1 del Reglamento y en desarrollo de la metodología establecida en el Reglamento Interno de la Cámara Disciplinaria, la Secretaría procedió a conformar la Sala de Decisión con los doctores Álvaro Arango Gutiérrez, Jorge Armando Corredor Higuera y Andrea Jara Posada.

1.4. Mediante correo electrónico del 29 de diciembre de 2025, el investigado solicitó prórroga al término inicialmente concedido para dar respuesta al pliego de cargos.

1.5. El 29 de diciembre de 2025, la Secretaria (E) le concedió al investigado el término máximo de prórroga que corresponde a diez (10) días hábiles adicionales al plazo establecido previamente, esto es, hasta el 21 de enero de 2026.

1.6. El 21 de enero de 2026, el investigado radicó ante la Secretaría de la Cámara Disciplinaria la respuesta al pliego de cargos.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

1.7. En Asamblea General de Accionistas de la Bolsa llevada a cabo el 27 de marzo de 2026, el doctor Jorge Armando Corredor Higuera no fue reelegido como miembro independiente de la Cámara Disciplinaria y fue elegida la doctora Jeannette Forigua Rojas, por lo cual la Secretaria procedió a integrar la Sala de Decisión con ella.

1.8. En sesión No. 781 del 28 de abril de 2026, la Sala de Decisión designó como su presidente al doctor Álvaro Arango Gutiérrez, avocó el conocimiento de este caso y mediante Resolución No. 514 de 2026 de la misma fecha, resolvió sobre las pruebas solicitadas así: **(1)** Tener como pruebas las documentales existentes en el expediente, **(2)** Decretar la prueba testimonial solicitada por el investigado respecto del presidente de rueda para la época de los hechos, **(3)** Decretar la prueba documental solicitada por el investigado para que la Vicepresidencia de Operaciones de la Bolsa, allegara la comunicación mediante la cual se dio respuesta a la solicitud de anulación de la operación No. XX33, así como con los soportes o elementos tenidos en cuenta para resolverla; **(4)** Decretar las pruebas documentales solicitadas por el investigado dirigidas a las sociedades comisionistas habilitadas para participar en la referida operación, relacionadas con la existencia de órdenes de clientes para participar en la negociación, su ejecución o no ejecución, los eventuales reportes a los clientes, las novedades asociadas a la imposibilidad de ejecución o al no ingreso de posturas, y los soportes internos correspondientes; **(5)** Decretar la prueba documental solicitada por el investigado relacionada con el manual operativo del sistema LEO y los procedimientos internos aplicables al registro, validación, autorización y administración de órdenes vigentes para la época de los hechos; **(6)** Decretar de oficio pruebas documentales dirigidas a las sociedades comisionistas habilitadas para intervenir en la negociación, con el propósito de establecer su participación en la rueda, el conocimiento que tuvieron sobre la hora de inicio de la subasta, la eventual existencia de aplazamientos o suspensiones, la presencia o ausencia de sus operadores y las actuaciones adoptadas frente al resultado de la operación; y **(7)** Decretar de oficio prueba documental dirigida a la Vicepresidencia de Operaciones de la Bolsa, con el fin de obtener información sobre operaciones comparables de adquisición de servicios de vigilancia celebradas en el SEB entre agosto de 2023 y febrero de 2024, incluyendo su fecha, partes, valor de adjudicación, condición de operación única o última del día, tiempos de exposición, remate o puja, existencia de única postura y eventuales suspensiones o aplazamientos.

1.9. El periodo probatorio conforme lo establecido por el artículo 2.5.2.2.5. del Reglamento, se llevó a cabo del 28 de abril al 26 de junio de 2026.

1.10. Finalmente, en sesión 787 celebrada el 8 de julio de 2026, la Sala de Decisión presidida por el Dr. Álvaro Arango Gutiérrez, previo estudio del asunto, aprobó por unanimidad el presente fallo.

2. Competencia de la Cámara Disciplinaria

Según lo dispuesto en el artículo 2.1.2.1 del Reglamento de la Bolsa, la Cámara Disciplinaria es competente para conocer y decidir sobre la conducta de por las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa, y las personas vinculadas a éstas, *"…en relación con las normas, reglamentos y demás*

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

disposiciones aplicables a los mercados de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities sin la presencia física de los mismos…".

En desarrollo de la mencionada facultad, la Sala de Decisión de la Cámara Disciplinaria procede a pronunciarse, advirtiendo la inexistencia de vicios procesales que pudieran anular esta decisión.

3. Síntesis del pliego de cargos

Señala el pliego de cargos que, el 21 de febrero de 2024, el Área de Seguimiento recibió un correo electrónico mediante el cual un operador de una Sociedad Comisionista solicitó a la Bolsa la anulación de la operación No. XX33 de la misma fecha. Lo anterior, por cuanto en la respectiva subasta, el Sistema Electrónico Bursátil (en adelante "SEB") informó al mercado que la hora de inicio se establecía primero a las 11:00 am, y luego, a las 11:10 am., información que el mercado recibió, pero que por razones completamente desconocidas, el Comisionista comprador, libre y caprichosamente no acató la hora definida por el SEB y activó la subasta a las 11:19 am. es decir, 9 minutos después, sin ninguna previa información al mercado, generando desconcierto, confusión y una situación de tensión al no actuar adecuadamente, es decir, dentro de los términos conocidos por todos a través del SEB.

Agrega que, el 30 de abril de 2024, el Área de Seguimiento recibió una comunicación del Autorregulador del Mercado de Valores AMV, mediante la cual le dio traslado de una denuncia anónima relacionada con el Mercado de Compras Públicas (MCP), en la que entre otros, se menciona que bajo la permisividad del Presidente de Rueda, el operador investigado manipula de manera permanente su intervención en el mercado, ya que su postura inicial que no debería tomar más de 30 a 40 segundos en ser digitada, ha tomado más de un minuto y en muchos de ellos ha superado los 8 minutos, y que con su actuar logra confundir, alterar y desconcentrar a los comisionistas vendedores quienes con el pasar de los minutos de la hora señalada para el inicio de la negociación sin que se manifieste el comprador, consideran que se presenta un fallo del sistema SEB, beneficiando así los intereses de su esposa.

Previa investigación de las quejas antes descritas, el Área de Seguimiento formula los siguientes cargos:

3.1. Primer cargo: Obstaculización de la libre concurrencia y la interferencia de otros en la negociación celebrada a través del SEB el 21 de febrero de 2024, por parte del investigado, que dio origen a la operación No. XX33.

Señala que, mediante el Boletín Informativo de febrero de 2024, la Bolsa publicó la intención de compra por parte de una sociedad comisionista, de un servicio de vigilancia y seguridad privada con medios tecnológicos y que, en efecto, el 24 de febrero de 2024, a las 11:21:00 a.m., a través del SEB, se adjudicó la operación No. XX33, celebrada entre una sociedad comisionista en la punta de compra, actuando por cuenta de una entidad estatal, por medio del operador investigado y otra comisionista en la punta de venta, actuando por cuenta de la entidad estatal mandante, por medio de la operadora LR.

Con base en lo anterior, se procedió a analizar, en particular en cuanto hace a la negociación en el SEB, la parametrización de la subasta correspondiente al mencionado Boletín Informativo. Tal análisis se

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

hizo de cara a lo establecido en los artículos 3.2.2.3.1. y siguientes del Reglamento, así como 3.1.2.1.2., 3.1.2.1.5, 3.1.2.1.8. y 3.1.2.2.2 de la Circular Única de la Bolsa (en adelante "C.U.B."), entre otros.

El numeral 1º del citado artículo 3.1.2.1.2. de la C.U.B., en concordancia con el Reglamento, regula la metodología de negociación de remate serializado y sus etapas: (i) el ingreso de posturas (numeral 1.1.); (ii) el remate (numeral 1.2.), y (iii) la adjudicación (numeral 1.3.), que es precisamente la metodología utilizada por la Bolsa en negociaciones como la que se analiza en el pliego.

Señala el Área de Seguimiento que, según el citado numeral 1, se entiende por metodología de negociación de remate serializado *"…aquella en la cual las Posturas Iniciales previamente ingresadas se difunden de acuerdo con la habilitación que realice el Postor Inicial de ingreso y se rematan de forma independiente. Las sociedades comisionistas miembros interesadas realizarán Posturas Contrarias durante la(s) Ronda(s) que tenga el remate. / El Sistema de Negociación habilitará el número de rondas que tendrá el remate según sea requerido por tipo de mercado; sin perjuicio de lo anterior, inicialmente para las operaciones celebradas en cualquiera de los mercados administrados por la Bolsa, el remate se realizará en una Ronda. / Salvo disposición en contrario que será publicada en la presente Circular, la metodología de negociación que se utilizará en las operaciones que se celebren en las sesiones que se realicen para cada uno de los mercados administrados por la Bolsa, será la "Metodología de negociación de remate serializado". / La Metodología de Negociación de Remate Serializado es continua y se desarrollará a través de las etapas de remate y adjudicación."*

Adicionalmente, el pliego expresa que, según el citado numeral 1 del artículo 3.1.2.1.2., en relación con cada una de dichas etapas se evidencia lo siguiente:

"1.1. Ingreso de posturas: Una vez ingresada y habilitada la Postura Inicial, la misma quedará a disposición de las demás sociedades comisionistas miembros para que ingresen Posturas Contrarias compatibles. (…).

1.2. Remate: La etapa de remate contará con una Ronda. En todo caso, la Bolsa podrá determinar cuando así lo considere procedente, el número mínimo y máximo de Rondas que se podrán permitir en la etapa de remate, atendiendo al tipo de mercado en el que se realizará la operación y a la naturaleza de los activos que se pretendan negociar. Cada Ronda tendrá un tiempo mínimo de dos (2) minutos y un tiempo máximo de cuatro (4) minutos de duración. Las sociedades comisionistas miembros podrán ingresar Posturas Contrarias durante el tiempo que se haya establecido para cada Ronda finalizado el cual se adjudicará la operación. En la etapa de remate las Posturas Contrarias serán ordenadas atendiendo al criterio de adjudicación correspondiente. La duración del Término de Ingreso de Postura Contraria será de cincuenta (50) segundos.

1.3. Adjudicación: Finalizada la etapa de remate se determinará la Postura Contraria más favorable, a la cual se adjudicará la operación, dependiendo del criterio de adjudicación que se haya definido para la respectiva operación, según lo establecido en el artículo 3.2.2.1.1. del Reglamento.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

La operación será adjudicada a la Postura Contraria más favorable al finalizar la última Ronda o, en caso de que el Postor Inicial haya solicitado incluir el Término de Ingreso de Postura Contraria en la última Ronda, a la Postura Contraria más favorable."

Señala que la C.U.B. estableció un rango de dos (2) a cuatro (4) minutos para realizar cada ronda, correspondiendo al administrador la parametrización de su duración. Expresa que el tiempo adoptado por la Bolsa es de tres (3) minutos para el desarrollo de cada una de las rondas y que el sistema está diseñado con el propósito de permitir que los operadores puedan acceder a la información correspondiente a las subastas abiertas, que "…. *son todas aquellas subastas que se encuentran configuradas por el administrador y que se van a ejecutar en la fecha presente o en una fecha futura (ver Imagen No. 11) …",* a cuyo efecto el usuario debe dar clic sobre el botón "SUBASTAS ABIERTAS", según lo instruido en el Manual del Operador de la Rueda Electrónica de Negociación, versión 1.0, el cual hace parte del Instructivo Operativo No. BNIO-2023-5.

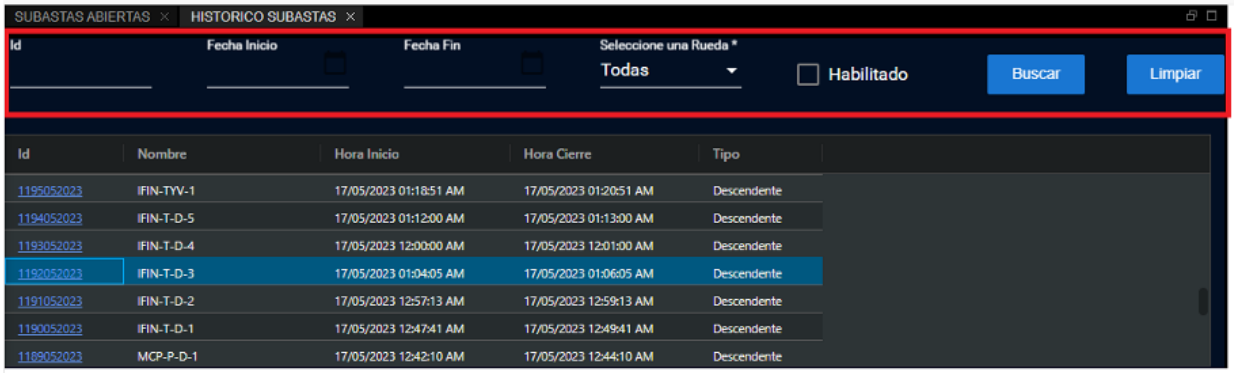


Imagen No. 11

Al hacer clic sobre los botones "SUBASTAS ABIERTAS" se encuentra un control por medio del cual "…*el usuario puede filtrar las subastas abiertas por tipo de rueda, fecha de inicio o por Id de la subasta, así como una casilla de verificación de Habilitado el cual al activarlo filtra solo las subastas en las cuales ese operador se encuentra habilitado.*" Agrega el Manual del Operador que "…*el usuario puede filtrar por ID, Fecha de inicio o Fecha de Fin teniendo en cuenta el tipo de rueda*".

Con mayor detalle, en dicho Manual se explica que *"…Dentro de la sección SUBASTAS ABIERTAS, para cada una de las subastas listadas, el usuario podrá encontrar los siguientes atributos:*

- *ID: Código único de identificación de la subasta. Es un enlace que despliega información adicional de la subasta.*
- *Nombre: Nombre de identificación de la subasta.*
- *Fecha y Hora de Inicio: Fecha en la que se va a llevar a cabo la subasta.*
- *Rueda: Rueda en la que se encuentra categorizada la subasta.*
- *Entrar: Es un enlace a través del cual el usuario activa la grilla de negociación de cada subasta. Esta grilla se activa en la ventana "SUBASTA", en la mitad inferior de la pantalla.*

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

Cuando el usuario hace clic en el ID de cada subasta, se despliega una ventana con información respecto de la parametrización de la subasta (ver Imagen No. 13).



Imagen No. 13

- *Descripción: Hace referencia a la abreviatura única de la subasta.*
- *ID Subasta: Código único de identificación de la subasta.*
- *Metodología: Si la subasta es ascendente, descendente o sobre cerrado.*
- *Fecha y Hora de Inicio: Fecha en la que se va a llevar a cabo la subasta.*
- *Fecha y Hora de Fin: Fecha en la que se finalizará la subasta.*
- *Número de boletín.*
- *Año del boletín.*
- *Ronda: Corresponde al número de rondas de la subasta.*
- *Tipo de La Moneda: Corresponde a la moneda en la cual se llevará a cabo la negociación.*
- *Tabla de condiciones: Corresponde a la lista de condiciones que tendrá la negociación. (…)".*

Para el mercado de físicos, en particular, al cual corresponde a la negociación objeto de análisis, el numeral 4.3. del Manual del Operador establece que el SEB debe tener el listado de negociaciones parametrizadas previamente por la Bolsa, que informa de las subastas que se realizarán en el día y durante el horario definido, por cuanto de acuerdo con lo señalado en el pliego, ello permite a las sociedades comisionistas habilitadas conocer esta información, según se aprecia en la imagen No. 13 anterior.

Analizados los registros de los logs del SEB para el 21 de febrero de 2024 se observa la parametrización de una sola negociación, identificada con el Id Auction 37022024 y que corresponde a la negociación bajo análisis:

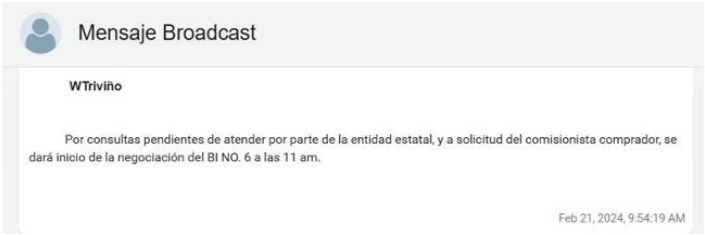
Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

REGISTRO ACTUAL		Id	IdAuction	Description	DateStart	DateEnd	AuctionTypeId	NumberRound	(...)
		304	37022024		21/02/2024 11:20:03,007	21/02/2024 11:23:03,007	DSC	1	(...)
evento	fecha_hora_evento	Id	IdAuction		DateStart	DateEnd	AuctionTypeId	NumberRound	(...)
Actualizar	21/02/2024 11:21:00,220	304	37022024		21/02/2024 11:20:03,007	21/02/2024 11:23:03,007	DSC	1	(...)
Actualizar	21/02/2024 11:20:03,010	304	37022024		21/02/2024 11:10:00,000	21/02/2024 11:13:00,000	DSC	1	(...)
Actualizar	21/02/2024 10:56:00,827	304	37022024		21/02/2024 11:00:00,000	21/02/2024 11:03:00,000	DSC	1	(...)
Actualizar	21/02/2024 09:53:41,843	304	37022024		21/02/2024 10:10:00,000	21/02/2024 10:13:00,000	DSC	1	(...)
Actualizar	20/02/2024 16:11:01,423	304	37022024		21/02/2024 10:10:00,000	21/02/2024 10:13:00,000	DSC	1	(...)
Actualizar	12/02/2024 16:03:31,797	304	37022024		21/02/2024 10:10:00,000	21/02/2024 10:13:00,000	DSC	1	(...)
Insertar	12/02/2024 15:57:04,367	304	37022024		21/02/2024 10:10:00,000	21/02/2024 10:13:00,000	DSC	1	(...)
(...)	(...)	(...)	(...)	(...)	(...)	(...)	(...)	(...)	(...)

La anterior negociación se llevó a cabo de la siguiente manera:

Inicialmente su realización estaba programada para las 10:10:00 a.m. y de acuerdo con lo regulado en la C.U.B y la parametrización del SEB, su duración se extendía hasta las 10:13:00 a.m., como puede verse en la imagen precedente (último renglón del recuadro en rojo). Sin embargo, la negociación fue aplazada para las 11:00:00 a.m. por solicitud del investigado, quedando así reprogramada para esa hora, según lo informado al mercado por el presidente de rueda, mediante mensaje broadcast de las 9:54:19 a.m. La duración de esa subasta se programó hasta las 11:03:00 a.m. Veamos el contenido de dicho mensaje, difundido por la presidencia de rueda y conocido por todos los operadores habilitados:



Ahora bien, a las 10:55:29 a.m. se informó por parte de la Bolsa de una segunda solicitud de aplazamiento de la subasta, formulada por la Sociedad Comisionista compradora a través del investigado, según lo informado en el mensaje broadcast de la negociación en comento, quedando reprogramada para las 11:10:00 a.m. y hasta las 11:13:00 a.m., según se observa a continuación:



Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

Con posterioridad a los mensajes broadcast incluidos anteriormente no hubo ningún mensaje adicional, que fuere enviado por parte del presidente de rueda a los operadores habilitados para participar en la referida negociación, por medio del cual les informara de una nueva hora de inicio de la misma. Tampoco el operador investigado envió ningún mensaje a la presidencia de rueda solicitando un aplazamiento de la hora de inicio de la subasta.

Prueba de lo anterior es el mensaje enviado por la Vicepresidente de Operaciones de la Bolsa, quien mediante comunicación del 20 de mayo de 2024, en respuesta a una solicitud del Área de Seguimiento, manifestó lo siguiente: *"Validando el LOG de mensajería del SEB para la fecha requerida, se tiene que no existió comunicación alguna a través del SEB entre la presidencia de rueda y el operador XX de la SCB C, quien era el operador de compra habilitado para la negociación de la operación No. XX33."*

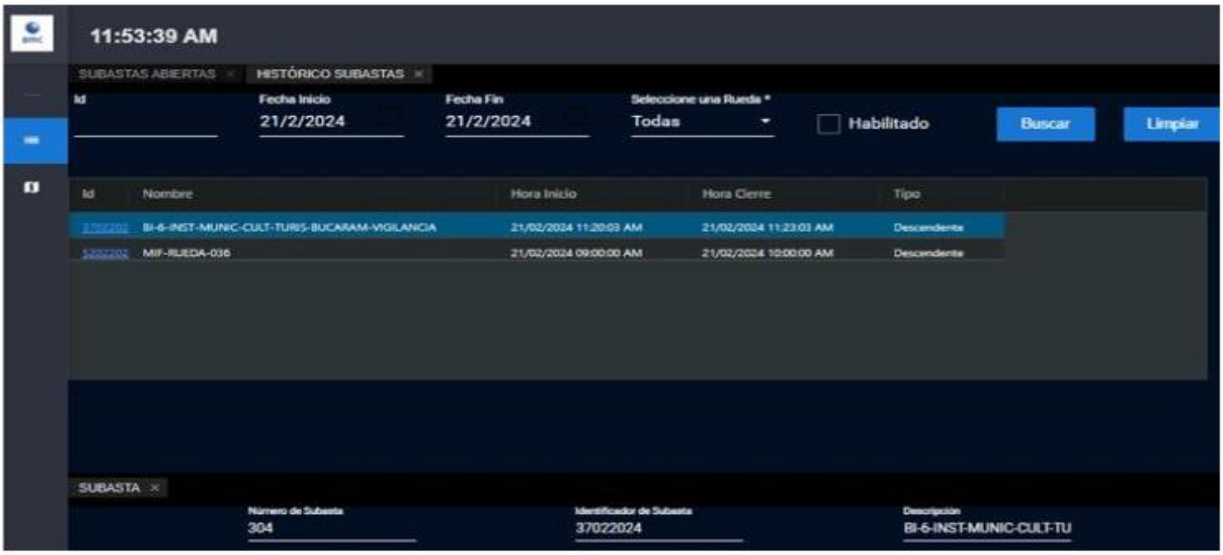
Así las cosas, considera el pliego que, para el mercado, quedó en firme que la subasta iniciaría a las 11:10:00 a.m., con una duración de hasta las 11:13:00 a.m. Sin embargo, a la hora de inicio, el investigado no formuló postura de compra que permitiera la apertura de la negociación, no obstante, según el pliego, las pruebas que obran en el expediente evidencian que el investigado "*operador radicador autorizado*" para iniciar la subasta, dio apertura a la misma, a las 11:20:03 a.m., con el ingreso de la postura de compra por cuenta de la entidad estatal.

En otras palabras, cuando ya había transcurrido la hora fijada para su inicio e incluso el tiempo previsto para su duración, de acuerdo con la información publicada a los operadores por la presidencia de rueda, el investigado abrió la subasta sin previamente haber solicitado un nuevo aplazamiento y, por ello, sin que los "*operadores NO radicadores*" habilitados para participar en la misma hubieran podido informarse de su realización.

Expresa el pliego que, de conformidad con el histórico de subastas del SEB, el 21 de febrero de 2024 solamente se programó la negociación para el mercado de físicos a realizarse por encargo de la entidad estatal y, tal como consta en la siguiente imagen, la apertura de dicha subasta se hizo a las 11:20:03 a.m., con hora de cierre a las 11:23:03 a.m.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co



Así, la ausencia de otras subastas programadas, adicionales a la ya mencionada, le permitió al operador investigado dar inicio a la subasta de compra a las 11:20:03 a.m., es decir, por fuera de la hora programada por la Bolsa y conocida por el mercado.

Por lo expuesto, el pliego señala que, de haber existido otra subasta en el SEB, programada para una hora posterior a la que nos ocupa, el sistema no le hubiese permitido salir después de las 11:13:00 a.m., por cuanto, de acuerdo con su parametrización, cada etapa de remate cuenta con una ronda, salvo que se establezca algo diferente. Señala que siete (7) segundos después de ingresada la postura de compra por el operador, es decir, a las 11:20:10 a.m., se calzó la postura inicial con la oferta de venta lanzada por la operadora LR, con lo cual, a las 11:21:00 a.m., se adjudicó la operación No. XX33.

Por lo anterior, según el pliego de cargos, llama la atención la actuación del operador investigado, consistente en no ingresar la postura de compra a las 11:10:00 a.m., hora programada por la Bolsa e informada al mercado para la negociación del tantas veces mencionado Boletín, sino diez (10) minutos y tres (3) segundos después, esto es, a las 11:20:03 a.m., sin previamente obtener el aplazamiento de la hora que en una segunda oportunidad se había fijado para la negociación por la presidencia de rueda, en ambos casos por solicitud del comisionista comprador, y bajo el conocimiento de que el resto de operadores habilitados para participar en ella no tenían información sobre la hora en la que él decidió dar inicio a la misma, pues ningún mensaje de contenido similar a los difundidos antes había sido enviado por parte del presidente de rueda. Señala el pliego que la conducta del investigado impidió que el resto de los operadores habilitados para participar concurrieran a la negociación.

Al efecto, menciona el pliego que, la libre concurrencia implica que todos los operadores habilitados tengan la posibilidad real y oportuna de ingresar ofertas al sistema de negociación y, de esa forma, contradecir o mejorar las distintas posturas que formulen los operadores habilitados, de manera que el precio final sea resultado de una competencia abierta y transparente. En el caso de esquemas de negociación que requieren de una difusión previa y solo alguno o algunos de los habilitados tienen

acceso a información oportuna sobre la hora de realización de una negociación, se obstaculiza o restringe la posibilidad de concurrencia o participación, y con ello se afecta la dinámica de posturas y, consecuentemente, la formación competitiva de precios.

Expresa el pliego que, el representante legal de la comisionista compradora en su comunicación del 20 mayo de 2024, manifestó que el operador a quien corresponde ingresar la postura de compra inicial cuenta con tres minutos para que *"…ingrese su postura al sistema. En caso de que el operador de compra no lance postura dentro del tiempo establecido, la negociación como tal se traslada al horario después de la última subasta programada, por lo que la consecuencia de la demora sería como máximo el ver reagendada la negociación al último espacio de la agenda. / Circunstancia que también es debidamente comunicada al mercado, todo lo cual refuerza que una oferta de compra se ingresa máximo en tres (3) minutos o simplemente no hay subasta en ese momento…". "(…) Todo lo cual conduce a que se comunique oportunamente al mercado del cambio de horario a través de la opción "mensaje Broadcast" de las funcionalidades del SEB (…)." "En ese orden de ideas, un operador certificado, profesional y diligente nunca va a ser sorprendido ni confundido por los cambios en el horario de una negociación, no se va a quedar esperando indefinidamente y no tiene por qué pensar que el inicio de una negociación 5, 10 o 15 minutos después del horario original se debe a una manipulación del comprador. (…)".*

Así las cosas, menciona el pliego que, transcurridos tres (3) minutos contados desde las 11:10:00, sin que se hubiera informado de un nuevo aplazamiento y sin que existiera ninguna negociación adicional programada, para el mercado era claro que la negociación en comento no se realizaría, máxime que no estaban previstas otras negociaciones, que llevaren a creer que concluida la hora de finalización de la subasta esta se podría reanudar en cualquier momento, dentro de la jornada de la rueda de negociación de la sesión de físicos, que, como lo dispone el artículo 3.1.2.2.2. de la C.U.B., se extiende hasta las 4:00 p.m. pues como lo anota el mencionado Representante Legal, los operadores "…*no se va[n] a quedar esperando indefinidamente …*"

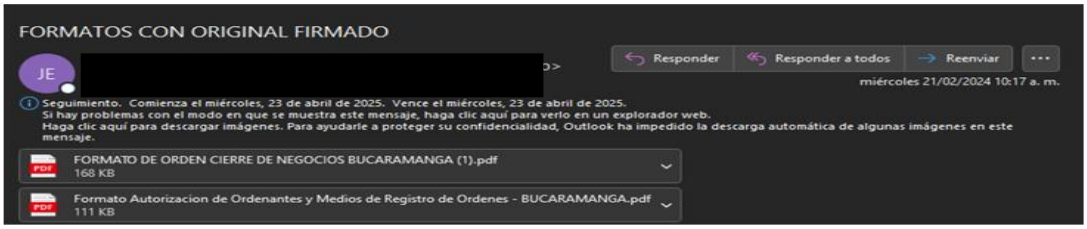
Acorde con el pliego, no menos curioso es que la única persona que participó en la subasta ingresando la postura de venta con la cual se calzó la postura de compra, que dio origen a la operación No. XX33, fue la operadora LR, quien, de conformidad con el documento "*INFORMACIÓN GENERAL CONFIDENCIAL* ...", tiene vínculo matrimonial con el operador investigado y señala que la transparencia de un mercado se vincula con la divulgación de información suficiente, oportuna, veraz y completa. De ahí que cualquier práctica que obstaculice la participación de quienes están habilitados para negociar en un mercado o la interacción entre la oferta y la demanda, limitando las posibilidades de reacción de otros participantes, afecta muy especialmente la integridad del mercado, que constituye uno de los pilares de la legislación bursátil y de los mercados de valores y de commodities.

Añade el pliego que, es por ello que la Bolsa parametriza en las negociaciones del SEB, entre otras, la fecha y hora de inicio, con la finalidad de anunciar públicamente a los interesados sobre su realización, el objeto de la misma y demás condiciones relevantes y, en caso de requerirse cualquier aplazamiento de la negociación, bien por decisión de la Bolsa, o por solicitud que la sociedad comisionista compradora formule a la Bolsa, ésta debe informar de ello al mercado oportunamente, con indicación de la nueva fecha y hora prevista para la negociación, a fin de permitir la participación en igualdad de

condiciones de todos los operadores habilitados. Menciona que este planteamiento, incluso es compartido por la propia sociedad comisionista a la que pertenecía el operador investigado, al pronunciarse así sobre el SEB: *"(…) es importante introducir la garantía de objetividad que trae consigo el Sistema Electrónico Bursátil (SEB), que cuenta con una parametrización dictada por la misma BMC que se detallará más adelante, haciendo que las interacciones del operador de compra con el sistema se encuentren severamente definidas y acotadas en precisos rangos de tiempo, y, por la que cada participante de la punta vendedora se encuentra en igualdad de condiciones respecto a sus competidores en puja. (…)"*

Por lo expuesto, indica el pliego que la conducta del operador es típicamente subsumible en la infracción consistente en obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre servicios, consagrada en el artículo 5.2.1.13. del Reglamento, en este caso del servicio de vigilancia y seguridad privada con medios tecnológicos. Ello, por cuanto, en su calidad de persona natural vinculada a una sociedad comisionista, se abstuvo de brindar la información esencial para permitir que los "*operadores NO radicadores*" habilitados pudieran participar de forma igualitaria en la subasta en mención, lo cual tuvo como efecto privar a los demás participantes habilitados de su derecho a concurrir a la negociación y de legítimamente interferir la postura inicial. Con ello, además, se generó como efecto una restricción artificial y excluyente en favor de una persona vinculada, lo que afectó la integridad del mercado.

Agrega que analizados los medios verificables relacionados con los soportes de las órdenes impartidas para la celebración de la operación No. XX33 y su copia del LEO, se evidencia que la orden impartida por la entidad estatal para la negociación en comento, se recibió mediante correo electrónico del 21 de febrero de 2024, a las 10:17 a.m., dirigido al operador investigado, tal como se ilustra a continuación:



FORMATOS CON ORIGINAL FIRMADO

Cordialmente,

identificada con NIT. 890.204.594-9, con sede principal en la Calle 30 No.
11 de 2012 y su Decreto reglamentario 1074 de 2015, tendiente a la
protección de datos personales lo invitamos a que conozca nuestra Política de Tratamiento de Información Personal la cual puede ser consultada en las instalaciones físicas de la entidad o a través de nuestra página web www.imct.gov.co la cual establece los derechos que le asisten como titular, el procedimiento para ejercerlos, las finalidades para la cual se tratan los datos, entre otros aspectos. Si usted tiene alguna inquietud frente al manejo de la información envié su solicitud a través del correo electrónico contactenos@imct.gov.co y con gusto será atendido.

Así las cosas, advierte el pliego que, el 21 de febrero de 2024 a las 10:17 a.m., la entidad estatal comitente compradora, envió la orden de compra al operador investigado. Luego, en lo que hace a este aspecto, la subasta se podría haber abierto a la hora inicialmente programada, así como a las 11:00:00 o a las 11:10:00 a.m., conforme a los aplazamientos admitidos e informados por parte de la Bolsa.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

3.2. Norma infringida.

Artículo 5.2.1.13. del Reglamento "Manipulación del mercado. *Las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa y las personas naturales vinculadas a éstas deberán abstenerse de realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o coadyuvar con operaciones o cualquier otro acto relacionado que tenga por objeto o efecto:*

3.1.1.1. Afectar la libre formación de los precios en el mercado.
3.1.1.2. Manipular la liquidez de determinado commodity, servicio, documento, título, valor, derecho, derivado o contrato.
3.1.1.3. Aparentar ofertas o demandas de commodities, servicios, documentos, títulos, valores, derechos, derivados o contratos.
3.1.1.4. Disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado commodity, servicio, documento, título, valor, derecho, derivado o contrato.
3.1.1.5. Obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre commodities, servicios, documentos, títulos, valores, derechos, derivados o contratos." (Subrayado del pliego).

3.3. Segundo cargo: Violación del deber de lealtad por parte del operador investigado en la negociación celebrada a través del SEB el 21 de febrero de 2024, por no haber obrado de manera íntegra, franca, fiel y objetiva en relación con todos los operadores habilitados para participar en la subasta.

Menciona el pliego que, el investigado no obró de manera íntegra, franca, fiel y objetiva en relación con todos los operadores que estaban habilitados para participar en la negociación del Boletín Informativo tantas veces mencionado, tal como lo exige el artículo 5.1.3.4. del Reglamento, y así se afirma pues, de haber obrado con integridad, no habría actuado de forma inconsistente con la conducta que él mismo había tenido previamente, como sucedió en las dos oportunidades anteriores (los aplazamientos de las 11:00 y las 11:10), es decir, activando la subasta por fuera de la parametrización definida por la Bolsa, sin permitir que el mercado conociera de ello antes de hacerlo, actuación que constituye un comportamiento contrario al estándar de integridad exigido en la relación con el mercado.

Señala que, de haber obrado el operador investigado de manera franca hubiera informado de ello a la Bolsa, para que, a su vez, ésta informara a los demás operadores habilitados acerca de la nueva hora de inicio de la negociación, como se había hecho previamente. Al no haber actuado así, supuestamente privó a los operadores habilitados de su derecho a concurrir a la subasta y formular posturas por cuenta de sus clientes, en una competencia abierta y transparente, con lo cual contrarió el estándar de franqueza y rectitud operativa exigible.

Por las mismas razones, considera el pliego que tampoco actuó de manera fiel, pues no se comportó con protección de la confianza, igualdad y credibilidad del sistema de negociación. Un actuar de manera fiel supone también cumplir las expectativas que el propio operador generó en los demás operadores con sus solicitudes de aplazamiento anteriores. En cuanto a la objetividad, esta se quiebra cuando un

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

operador crea condiciones de información asimétrica, ajenas al interés general del mercado, como sucedió en este caso.

En resumen, las actuaciones cuestionadas constituyen comportamientos contrarios a la lealtad exigida en el Mercado de Compras Públicas que administra la Bolsa, conforme a los estándares de conducta del buen profesional del mercado, con lo cual el investigado quebrantó el deber de lealtad, como principio orientador que deben seguir las personas naturales vinculadas, razones por las cuales se considera procedente elevar cargos por la violación de la norma que a continuación se indica.

3.4. Norma infringida.

Artículo 5.1.3.4. del Reglamento *"Lealtad. Las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa y las personas naturales vinculadas a éstas deben actuar con lealtad, entendida como la obligación que tienen los agentes de obrar simultáneamente de manera íntegra, franca, fiel y objetiva, con relación a todas las personas que intervienen de cualquier manera en el mercado.*

En desarrollo del principio de lealtad las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa y las personas naturales vinculadas a éstas deberán, entre otras conductas:

1. Abstenerse de incurrir en conductas definidas por el marco legal como contrarias a los sanos usos y prácticas;
2. Abstenerse de obrar frente a conflictos de interés;
3. Abstenerse de dar información ficticia, incompleta o inexacta;
4. Omitir conductas que puedan provocar por error la compra o venta de valores, títulos, productos, servicios o contratos;
5. Evitar participar bajo cualquier forma en operaciones no representativas del mercado;
6. Abstenerse de incurrir en conductas contrarias a la ley, los reglamentos y demás normatividad vigente que regule la actividad de las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa." *(Subrayado del pliego)*

4. Síntesis de la Defensa

Mediante escrito radicado en la Secretaría de la Cámara Disciplinaria vía correo electrónico el 21 de enero de 2026, el investigado presentó oportunamente los siguientes descargos:

Previo resumen de las imputaciones manifiesta que, sin perjuicio de la continuidad de la etapa investigativa, del examen integral del expediente advierte que algunos documentos incorporados no fueron objeto de valoración exhaustiva y que determinados aspectos técnicos vinculados con la operatividad del SEB, así como ciertos elementos normativos relevantes para el análisis, no fueron considerados.

También manifestó que no se identificaron elementos materiales que acreditaran, con el estándar requerido, la existencia de conductas de naturaleza negligente o dolosa. En ese sentido, sostuvo que, en el estado de la actuación, el acervo probatorio no ofrece un grado de contundencia o suficiencia que permita sustentar de manera objetiva la configuración de las infracciones imputadas ni la consecuente

asignación de responsabilidad disciplinaria. Señaló que el análisis de los hechos se presentaba parcial y fragmentado, lo que, a su juicio, derivó en inferencias que no se encuentran plenamente respaldadas probatoriamente, aspecto que desarrolla en los apartes siguientes de su escrito.

4.1. Metodología del análisis probatorio.

Según el investigado, debe valorarse el material obrante en el expediente y la eventual atribución de responsabilidad disciplinaria debe apoyarse en elementos fácticos y documentales que permitan una apreciación objetiva de los hechos, a la luz de la normativa aplicable, para lo cual presentó un cuadro resumen de análisis probatorio, orientado a diferenciar los hechos que estima efectivamente probados de aquellos que, en su criterio, corresponden a inferencias.

4.2. Trazabilidad integral de la orden y ausencia de discrecionalidad del operador.

Expresa el investigado que el pliego de cargos le atribuye haber iniciado la subasta fuera del horario informado, aproximadamente diez (10) minutos después de la hora inicialmente prevista, afirmando sin respaldo o evidencia que no existía razón para la apertura deliberada a las 11:20, mencionando una actuación discrecional orientada a alterar el normal desarrollo de la negociación.

Sin embargo, del análisis integral de los documentos y registros técnicos que obran en el expediente, se acredita que la orden asociada al Boletín siguió de manera continua y completa el registro y procesamiento operativo adecuado desde las 10:51 a. m. hasta las 11:20:03 a.m., sin interrupciones, alteraciones ni decisiones discrecionales atribuibles al este, haciendo inviable una apertura anterior a las 11:20 a.m., en razón al cumplimiento estricto de las políticas y trámites propios de la sociedad comisionista para la administración del LEO, siguiendo las etapas de recepción, registro y ejecución de órdenes, siendo lo primero la recepción y el registro de la orden que la ejecución de la misma.

Trazabilidad cronológica de la orden

No.	Hito / Actuación	Descripción del evento	Área / Origen	Hora	Soporte
1	Recepción inicial de comunicación	Recepción de **orden invalida y sin** el cumplimiento del contenido mínimo	Comitente comprador – correo institucional	10:17:00 a. m.	Anexo 2
2	Recepción de orden válida	Recepción de **orden completa**, válida y verificable, con cumplimiento de requisitos formales para su registro.	Comitente comprador – correo institucional	10:51:00 a. m.	Anexo 3
3	Remisión interna de la orden	Envío de la orden válida por parte del operador a las áreas de Operaciones y Cumplimiento para su validación.	Operador certificado	10:52:00 a. m.	Anexo 4
4	Autorización para preorden	Instrucción interna para proceder con el ingreso de la preorden en el sistema.	Cumplimiento → Operaciones	11:10:00 a. m.	Anexo 5
5	**Creación** de **preorden** sin	Creación de la preorden por parte de operaciones sin notificación al operador	Operaciones	11:17:42 a.m.	Anexo 6

	aviso al operador				
5	**Notificación** al operador de **preorden**	Notificación automática de creación de la **preorden** No. 255 en el sistema LEO.	Sistema LEO	11:19:00 a. m.	Anexo 7
6	**Creación** de **orden**	Creación formal de la **orden en el sistema LEO**. No 243	Operador certificado / LEO	11:19:36 a. m.	Anexo 8
7	**Notificación** de **orden**	Notificación automática de creación de la orden emitida por el sistema LEO. **Fecha y hora creación orden: 02/21/2024 11:19:36**	Sistema LEO	11:20 a. m.	Anexo 8
8	Ingreso de postura de compra	Ingreso de la postura inicial de compra en el Sistema Electrónico Bursátil (SEB).	Sistema SEB	11:20:03 a. m.	Registro SEB

Manifiesta que en el expediente se encuentran los soportes de la completa trazabilidad que da cuenta de la diligencia y apego a los procesos normativos y operativos de la recepción, registro y procesamiento o ejecución de órdenes en el LEO. No obstante, el soporte aportado como "FORMATOS CON ORIGINAL FIRMADO" de las 10:17 a.m., no corresponde al correo con el que se inició el proceso de registro de la orden, (ANEXO 2); y que en el expediente aportado corresponde al soporte nombrado: "RV_ vigilancia imct"

En consecuencia, a continuación, relaciona el extracto del LEO que reposa previamente en el expediente obrante del caso, en la carpeta 3.4 y que demuestra la cronología y trazabilidad ANEXO 10:

Número de órden	Fecha de creación de la órden	Fecha de creación	Fecha de recepción	Estado	Nombre del usuario	Naturaleza de la operación	Tipo de mercado	Calificación de precio	Medio de Recepción	Nombre operador ejecutor	Nombre operador receptor	Valor de la órden	Observación	Log fecha órden	Email de notificación
243	21/2/2024, 11:19:36 a. m.	21/2/2024, 11:17:42 a. m.	21/2/2024, 10:51:00 a. m.	Ejecutada	I	Órden de Compra	MCP	Órden con Límite	Escrita	Carrillo	Carrillo	359400055	BOLETIN DE COMPRA 6.1 DEL 09/02/2024 - CONTRATO DE COMISION 0004-02-204 / LA PUJA SE REALIZARA SOBRE EL RECURSO HUMANO $359,400,055.00	21/2/2024, 11:19:36 a. m.	

Menciona que la CUB establece la responsabilidad y obligación de la sociedad comisionista y del operador de revisar la validez de las órdenes previo al ingreso de posturas, y cita:

"Capítulo Segundo. Rueda de Negocios Artículo 3.1.2.1.2.(…) 9 1. Metodología de Negociación de Remate Serializado (…) 1.1. Ingreso de posturas: Una vez ingresada y habilitada la Postura Inicial, la misma quedará a disposición de las demás sociedades comisionistas miembros para que ingresen Posturas Contrarias compatibles. En todo caso, será obligación de las sociedades comisionistas miembro revisar la validez de las órdenes efectuadas por sus clientes, cuando actúen por cuenta de éstos y de conformidad con las condiciones previstas en las Ficha Técnica del bien, producto, commodity o servicio y en la Ficha Técnica de Negociación, así como en la información suministrada previamente para las Negociaciones con Acuerdo Previo, según corresponda"

De acuerdo con los registros técnicos, entre la recepción de la orden válida y el ingreso de la postura inicial no hubo interrupción de tiempo, demora, ni decisiones aisladas atribuibles al operador. En

particular, entre la notificación al operador sobre la creación de la preorden por el backoffice en el LEO y la creación formal de la orden transcurrieron treinta y seis (36) segundos, y entre esta y el ingreso de la postura inicial en el SEB apenas treinta y tres (33) segundos, tiempo suficiente y moderado para el inicio de la postura de compra en el SEB.

Señala que el operador no debe activar válidamente '*lanzar oferta'* sin contar con la orden formalmente creada y habilitada en LEO, so pena de vulnerar el deber de diligencia en validación y que, al respecto, la CUB indica: *"…Artículo 4.3.2.8. Órdenes incompletas. Las sociedades comisionistas miembros vinculadas no podrán procesar una orden que no cumpla con el contenido mínimo de las órdenes a que se refiere el artículo 4.3.2.3. del presente Reglamento. En caso de órdenes incompletas, la Circular establecerá el procedimiento para notificarle al cliente tan pronto como sea posible la información faltante y determinará un tiempo razonable para su remisión. La información faltante deberá ser recibida por la sociedad comisionista miembro a través de un medio verificable…"*

En consecuencia, estima que carece de validez la afirmación del pliego, en la cual se indica que la apertura de la subasta podría haberse iniciado a las 11:00:00 o a las 11:10:00 tomando como base la orden recibida a las 10:17:00 toda vez que ésta no contaba con el lleno de los requisitos para su ejecución: (Firma por parte del ordenante y tarjeta de firmas).

Aunado a esto, advierte que, la reprogramación no fue solicitada por él, la modificación de los horarios obedeció a aplazamientos propios del presidente de rueda y por la única razón de que había consultas pendientes desde la unidad de estructuración del MCP a la Entidad del Estado. Respecto al LEO, los tiempos y la secuencia del proceso y administración de este estuvieron determinados por el flujo técnico y administrativo del sistema y no por una decisión libre del investigado, dejando en su criterio sin fundamento, que el operador deliberada y premeditadamente manipuló la rueda o Intervino indebidamente en provecho de la parametrización y funcionamiento operativo del SEB.

4.3. Funcionamiento del sistema electrónico bursátil (SEB) y validez de la operación.

Expresa el investigado en que el hecho objeto de análisis consiste en determinar si el ingreso de la postura inicial de compra a las 11:20:03 a. m. se ajustó a la normativa aplicable del SEB, en particular frente a la apertura de la ronda y cómputo de ésta para poner en etapa de remate en la metodología de remate serializado, y si dicha actuación afectó la libre concurrencia o el normal desarrollo de la negociación.

Por ello, menciona que la CUB en su Artículo 3.1.2.1.2. establece que, en la metodología de remate serializado, el remate en cada ronda tendrá un tiempo mínimo de dos (2) minutos y máximo de cuatro (4) minutos, cuya duración concreta es parametrizada por la Bolsa dentro de dicho rango y que la etapa del "*remate*" es la fase del mecanismo de negociación en la que el SEB habilita la recepción y el cruce de posturas, dentro de una ronda, con el propósito de concretar el calce de la operación bajo las condiciones establecidas en la normativa y en los parámetros técnicos del sistema.

Por lo anterior, considera que no resulta pertinente citar como elemento probatorio determinante la respuesta emitida por la sociedad comisionista, la cual debe ser valorada con especial cautela dentro

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

del presente contexto, en la medida en que dicho documento fue elaborado para atender una situación específica derivada de una queja de carácter anónimo, que no tiene relación alguna con los hechos del 21 de febrero de 2024 objeto de la presente investigación. Agrega que, a diferencia de la generalidad de las operaciones, la negociación en cuestión correspondió a la única y última rueda del día y por ello, reitera que resulta impreciso en ese contexto la cita enunciada en el pliego de cargos.

También se refiere a la importancia de aclarar los conceptos de: ronda, "*remate*", hora de apertura, hora de finalización para lo cual, aporta la comunicación contenida en correo electrónico del 9 de enero de 2026, del como presidente de la respectiva rueda, la cual aborda los siguientes aspectos

> *Pregunta del investigado: "Se me aclare si el sistema SEB, para esa fecha y tratándose de la única o última rueda del día, contaba con una parametrización por defecto de tres (3) minutos que no limitara la salida del comprador a rueda, y si dicha situación se encontraba permitida dentro del funcionamiento normal del sistema"*
>
> Respuesta del Presidente de Rueda: "*En efecto el SEB desde su salida a producción establece en parámetros que se defina un tiempo de ronda, el cual como es sabido por el mercado en general y definido en el Instructivo Operativo, corresponde a 3 minutos, esto quiere decir que todas las negociaciones tienen un tiempo de ronda de 3 minutos, el cual se activa a contabilizar una vez se recibe la postura inicial y hasta tanto no se reciba calce de la contraparte. Por lo tanto, la funcionalidad consultada siempre ha existido y no se ha ajustado desde la salida a producción del SEB.*

Agrega el investigado que el Reglamento de la Bolsa en el artículo 3.1.2.2.2. establece:

> *Horarios de las Ruedas de Negocios. En desarrollo de lo dispuesto en el numeral 1 del artículo 3.2.1.1.2. y en el artículo 3.2.1.2.3. del Reglamento, las Ruedas de Negocios abrirán a las 8:00 a.m. de lunes a viernes, siempre que sean día hábil bursátil, iniciando por la Sesión de Instrumentos Financieros y continuando con la Sesión de Físicos, hasta que se cierren todas las negociaciones programadas para la jornada, sin que en ningún caso exceda de las 4:00 p.m. (…)*

Señala que la anterior norma explícitamente indica que la sesión durará hasta el cierre de todas las operaciones programadas y a exposición, máximo hasta las 4:00pm.

También expresa que el Manual del Operador – SEB (agosto de 2023) ANEXO 11 y el Instructivo Operativo – SEB precisan que la subasta permanece en estado de prenegociación hasta tanto el operador radicador (Comprador) activa el botón "lanzar oferta", momento a partir del cual:

- La subasta cambia a estado "abierta",
- Se habilita el ingreso de posturas por parte de los demás operadores,
- Según el INSTRUCTIVO OPERATIVO N° BNIO-2023-5, se activa la ronda e inmediatamente se activan cuatro (4) alertas:
  1) Sonido de inicio de subasta

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

2) Aparición del botón lanzar oferta
3) Inicio del temporalizador.
4) Estado de la subasta: abierta

- Se inicia automáticamente el temporizador correspondiente a la Ronda (3 minutos).

Aduce que la comunicación de 2024, suscrita por la Vicepresidencia de Operaciones de la Bolsa, señala lo siguiente:

> *(…) Sobre el particular nos permitimos indicar para cada una de las negociaciones programadas para los boletines mencionados en la respuesta del numeral 1 de la presente negociación, los horarios de inicio de rueda definidos por la Bolsa como hora final luego de posibles modificaciones que se hayan hecho, sin embargo,* ***es necesario precisar que la hora de finalización es variable, y no existe como tal una hora programada de cierre de estas subastas, ya que depende de variables como etapas de remate o puja en la que se encuentren las negociaciones, o la hora de inicio de las mismas con la postura inicial del comisionista comprador****. En ese sentido, a continuación, se relaciona la información: (Se resalta)*

NOMBRE SUBASTA	HORA INICIO PROGRAMADA
BI-6-I	11:20 a. m.
BI-11	10:10 a. m.
BI-15	10:15 a. m.
BI-24	10:15 a. m.

El investigado tambien señala que, en correo electrónico del 9 de enero de 2026, el presidente de la rueda, a solicitud del investigado, respecto a aclarar si en efecto el operador solicitó el aplazamiento de la rueda manifiesta que el operador NO solicitó aplazamiento en ninguno de los 3 momentos: Al efecto cita la comunicación según la cual:

> *"Para la presente negociación tenemos que, en el canal de mensajería del SEB únicamente existe reporte en el log del chat que, la presidencia de rueda de turno para el día de la celebración de la operación informa al mercado en dos oportunidades que "por consultas pendientes de atender por parte de la entidad estatal, y a solicitud del comisionista comprador, se dará inicio de la negociación del BI No. 6 a las 11 am y posteriormente a las 11:10 am." Esto en línea con la recepción de la información de los habilitados finales, la cual fue recibida y posteriormente cargada en el SEB de manera posterior a las 10:21 am del mismo día de celebración de la operación, sin embargo y por las consultas, no se podía autorizar la salida de la negociación desde ese momento, así como tampoco la posibilidad de anticipar el horario de la negociación correspondiente.*
>
> *De acuerdo con lo anterior, no se cuenta con información para confirmar si, se recibe por parte del operador a través del canal oficial de recepción de solicitudes de aplazamiento de la*

negociación, pero lo que si es cierto es que el horario de la rueda se ajusta por tener consultas pendientes de atender por parte de la Entidad Estatal."

Sumado a ello, manifiesta que la Vicepresidente de Operaciones a la misma pregunta realizada por el Área de Seguimiento en la comunicación interna del 20 de mayo de 2024 obrante en el expediente, indica lo siguiente:

"Validando el LOG de mensajería del SEB para la fecha requerida, se tiene que no existió comunicación alguna a través del SEB entre la presidencia de rueda y el operador XXX de la SCB XX S.A., quien era el operador de compra habilitado para la negociación de la operación No. XXX33."

4.4. Valoración probatoria.

Alega que parte de los planteamientos del pliego parecen derivarse de una asimilación imprecisa entre los conceptos operativos respecto de la apertura de subasta y su finalización, con el "*tiempo de*" o "*etapa de remate*", los cuales, conforme a la arquitectura funcional del SEB y a la normativa aplicable, responden a momentos y efectos distintos dentro del proceso de negociación.

Considera el investigado que la ausencia de una definición precisa, influye de forma significativa la forma en la que se han valorado las pruebas, en particular, las normas citadas en el pliego que regulan rangos temporales asociados a la etapa de remate dentro de la ronda, así como parámetros generales de operación, pero no se identifica en el expediente una disposición expresa que establezca una hora perentoria de apertura de subasta, ni una prohibición u obligación objetiva respecto del ingreso de posturas dentro de la dinámica operativa del SEB, especialmente en escenarios como el aquí analizado, correspondientes a negociaciones únicas o finales de jornada.

En opinión del investigado, el análisis de la correcta aplicación de la norma y del funcionamiento del SEB se encuentra soportado en las siguientes pruebas documentales:

1. La comunicación BMC-2130-2024, suscrita por la Vicepresidencia de Operaciones de la Bolsa, que refuerza esta interpretación al precisar que no existe una hora programada de cierre de las subastas, en la medida en que la finalización depende de variables operativas como la hora efectiva de ingreso de la postura inicial y el desarrollo de las etapas de remate o puja.
2. El correo electrónico remitido por el presidente de la rueda el 9 de enero al investigado, donde se indica que el elemento temporal relevante para efectos operativos y normativos es la habilitación real de la subasta en el SEB y que los 3 minutos son solo la referencia de programación del sistema para el remate, y no una hora teórica o referencial.

En este contexto, manifiesta que no resulta procedente extrapolar, como criterio determinante, la respuesta emitida por la comisionista, la cual, como se mencionó anteriormente, fue elaborada para atender una situación específica derivada de una queja anónima relacionada con otra operación en un día diferente al hecho derivado del pliego de cargos y bajo condiciones operativas distintas. Esta comunicación debe ser interpretada de manera sistemática con el Reglamento, la CUB y el Instructivo

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

Operativo, así como dentro del contexto concreto en el cual fue emitida, a riesgo de confundir el tiempo de ronda con el tiempo de remate en la ronda y con la existencia de una supuesta hora máxima o perentoria de apertura o cierre, figura que no se encuentra prevista de manera expresa en la normativa aplicable.

Agrega el investigado que los logs del SEB confirman que la subasta se habilitó en estado "*abierto*", con temporizador activo, alertas operativas desplegadas y recepción de posturas habilitadas, sin que se registraran bloqueos técnicos, restricciones sistémicas o fallas operativas y considera que ausencia de evidencia objetiva de una limitación técnica, informática u operativa atribuible al investigado, no resulta posible concluir que se haya configurado una afectación material a la libre concurrencia, pues la eventual ausencia de participación de otros operadores no puede equipararse automáticamente a una exclusión imputable al operador de compra.

Señala que el ingreso de la postura inicial de compra a las 11:20:03 a. m. se enmarca en el funcionamiento operativo regular del SEB, el cual funcionó con regularidad y conforme a su arquitectura técnica y operativa, por esto se puede considerar que no hay demostración objetiva para sostener, de manera consistente, la existencia de una infracción disciplinaria, una alteración del normal desarrollo de la negociación o una vulneración al principio de libre concurrencia.

Aunado a lo anterior, indica que no resulta adecuado extrapolar una reclamación individual presentada por uno (1) de los cinco (5) operadores habilitados para construir una supuesta percepción general de mercado, ni para inferir que los participantes se encontraban a la espera de una tercera reprogramación.

Es así como considera que la afirmación contenida en el pliego, según la cual transcurridos tres (3) minutos desde las 11:10 a. m. el mercado habría asumido que la negociación no se realizaría, no cuenta con sustento que permita acreditar que dicha interpretación hubiese sido compartida o generalizada entre los operadores habilitados. En el mismo sentido, la referencia incluida en el pliego según la cual los operadores "*no se quedarían esperando indefinidamente*" la celebración de una subasta, debe ser entendida con precisión dentro del marco normativo aplicable.

Al respecto, el Reglamento establece de manera expresa que las Ruedas de Negocios se desarrollan hasta el cierre de todas las negociaciones programadas para la jornada, sin que en ningún caso se extiendan más allá de las 4:00 p. m., por lo que el concepto de "indefinidamente" no resulta ajustado al límite temporal claramente definido por la normativa vigente, efecto para al cual acude al texto del artículo 3.1.2.2.2 antes transcrito.

Finalmente señala el investigado que, de acuerdo con los documentos que obran en el expediente, no existe registro de solicitudes del operador investigado a través de los canales oficiales del SEB para pedir prórrogas o aplazamientos. Por el contrario, los registros de mensajería evidencian que los ajustes horarios obedecieron a consultas pendientes por parte de la Entidad Estatal, tal y como también se puede ver en la prueba aportada por el investigado a través del correo del presidente de la rueda de fecha 9 de enero de 2026, razón por la cual, considera que no es válido afirmar que el operador "*debió solicitar un tercer aplazamiento*" bajo la premisa de que previamente se habían realizado

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

reprogramaciones, pues como se ha demostrado a lo largo de este escrito, tales reprogramaciones no se originaron en solicitudes del operador, y por ende no puede derivarse de ellas un supuesto conocimiento, deber o conducta exigible al investigado. Reitera, la recepción y carga posterior de la información de habilitados finales se encuentran fuera del control del operador y dentro del ámbito decisorio de la presidencia de rueda.

Señala que a pesar de la inexactitud del pliego en referencia a la solicitud de aplazamiento, es necesario precisar que no existe disposición normativa, reglamentaria ni instructiva vigente, que imponga al operador radicador la obligación de solicitar autorización adicional de apertura al presidente cuando la operación en prenegociación se encontraba autorizada por sistema para su apertura, así como tampoco obligación expresa de surtir un procedimiento de divulgación al mercado de la hora de inicio de postura diferente al realizado.

Finaliza el investigado indicando que no menos importante es el hecho que, debe considerarse que los operadores profesionales certificados que participan en las Ruedas de Negocios cuentan con el conocimiento técnico y operativo necesario para comprender que, para la época de los hechos, cuando una subasta correspondía a la última o única negociación del día, y siempre que la Rueda se encontrara abierta, esta quedaba expuesta al mercado conforme a las reglas del sistema, siendo carga del operador interesado mantenerse atento al negocio de su interés.

4.5. Rol y funciones de la presidencia de rueda como elemento de verificación de la regularidad de la negociación.

Precisa el investigado que, de ninguna manera se esté realizando valoración alguna sobre la gestión individual del presidente de la rueda, resulta relevante examinar las actuaciones y decisiones como prueba o soporte de la legalidad y debida actuación de parte del operador investigado en el marco normativo que regula sus funciones y potestades. En este punto considera, se debe examinar el alcance probatorio que tiene su intervención efectiva en los hechos y, particularmente, la decisión expresa de no anular ni suspender la operación, pese a la existencia de una reclamación formal relacionada con el desarrollo de la subasta.

3.3.1. Marco normativo aplicable a la actuación del presidente de Rueda

El Artículo 3.1.1.1.3 de la CUB establece que, en los casos particulares no regulados expresamente en la Circular ni en el Reglamento, se estará a lo dispuesto por la Presidencia de la Rueda. Asimismo, dispone que:

• El presidente de Rueda debe resolverlas observando las normas aplicables, en especial el Reglamento, las Circulares y los Instructivos Operativos,
• Para la adopción de sus decisiones debe considerar los registros informáticos pertinentes y los elementos objetivos disponibles.

Por su parte, los artículos 3.1.1.1.6 y 3.1.1.1.7 de la CUB atribuyen al presidente de Rueda la función de vigilar el adecuado funcionamiento y desarrollo de la Rueda de Negocios, así como la responsabilidad

de garantizar condiciones suficientes de transparencia, honorabilidad y seguridad para todos los participantes del mercado, facultándolo incluso para suspender forzosamente la Rueda cuando las circunstancias lo ameriten. De manera concordante, el artículo 3.2.1.3.2 del Reglamento establece que corresponde al presidente de Rueda, entre otras funciones, resolver los incidentes que se presenten durante la negociación, verificar el correcto funcionamiento del SEB, ajustar los horarios de la Rueda cuando sea necesario, y suspender, cerrar forzosamente o anular operaciones o posturas en aquellos eventos en que se identifiquen situaciones que comprometan la transparencia, el orden o la integridad del mercado.

Considera el investigado que el citado marco normativo permite concluir que la Presidencia de Rueda no actúa como un observador pasivo, sino como la autoridad técnica con competencia expresa para detectar, prevenir y corregir irregularidades en tiempo real, y cuya intervención o ausencia de ella constituye un elemento verificable para valorar la regularidad técnica y normativa de la negociación.

Afirma el investigado que, en consecuencia, cuando el presidente de la rueda, contando con dichas facultades y deberes, no adopta medidas de suspensión, cierre forzoso o anulación, ello constituye un elemento relevante para concluir razonablemente que, desde el punto de vista técnico y normativo, no se identificaron circunstancias que comprometieran la transparencia, la libre concurrencia o el correcto funcionamiento del mercado durante el desarrollo de la operación.

4.6. Existencia de reclamación y decisión expresa de no anulación.

Expresa el investigado que existió una reclamación relacionada con el desarrollo de la subasta, presentada por un operador, en la cual se solicitó la anulación de la operación con fundamento en presuntas irregularidades asociadas al desarrollo de la negociación. Dicha reclamación fue conocida y analizada por el presidente de la rueda, autoridad que contaba con competencia expresa para anular la operación o las posturas involucradas y que el presidente, durante la rueda, y en presencia del Área de Seguimiento, en caso de haber observado alguna situación anómala, pudo haber suspendido la negociación y realizar un cierre forzoso de la Rueda. No obstante, debe tenerse en cuenta que, con base en el desarrollo de la subasta y el marco normativo aplicable, el presidente decidió no anular ni suspender la operación, permitiendo que esta se mantuviera válida y eficaz dentro del sistema.

Este hecho resulta jurídicamente relevante, pues la decisión de no anulación no fue automática ni tácita, sino que se produjo existiendo una reclamación concreta, lo cual descarta que la subasta hubiera transcurrido al margen del control institucional del mercado.

4.7. Restricciones de posturas y libre concurrencia.

Aduce el investigado el siguiente artículo 3.1.2.1.4 de la CUB:

Artículo 3.1.2.1.4. Restricciones de posturas. El presidente de la Rueda no permitirá en ningún caso que se ingresen posturas con condiciones que limiten el libre acceso al mercado de todas las sociedades comisionistas miembros, tales como mecanismos especiales de pago u otras condiciones similares que restrinjan la libre concurrencia.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Manifiesta que en este contexto, la decisión de no anular la operación, pese a la reclamación presentada, implica necesariamente que no se identificaron condiciones restrictivas, mecanismos especiales, bloqueos técnicos ni limitaciones a la libre concurrencia atribuibles a las posturas ingresadas, pues de haber existido tales supuestos, la normativa imponía al presidente de rueda el deber de intervenir.

4.8. Valoración probatoria de la decisión adoptada.

Considera el investigado que la decisión de no anular ni suspender la operación existiendo una reclamación formal no es exonerativa de responsabilidad, pero es un indicio de regularidad y normalidad operativa, elemento relevante para la valoración. Así, la decisión de no anular no exime por sí sola, pero sí evidencia que la autoridad competente evaluó el incidente con base en los registros disponibles en tiempo real, lo anterior, por cuanto el presidente de la rueda es la autoridad técnica competente para adoptar medidas inmediatas de suspensión, cierre forzoso o anulación, y de conformidad con el artículo 3.1.1.1.3 de la CUB, al adoptar su decisión debe considerar los registros informáticos pertinentes y, en general, todos los elementos de juicio disponibles de manera razonada, diligente y prudente.

Por lo antedicho, sostener una irregularidad a partir de inferencias posteriores o después de los hechos, desconociendo que previamente se evaluaron los hechos en tiempo real y se decidió mantener la operación, debilita sustancialmente la hipótesis sancionatoria del pliego, pues la existencia de una reclamación y su resolución negativa por parte del presidente de la rueda no puede ser ignorada ni minimizada, como ocurre en el pliego de cargos. Por el contrario, constituye un elemento técnico y normativamente cualificado, que demuestra que: La negociación fue objeto de control institucional efectivo, las facultades de intervención, suspensión y anulación fueron evaluadas y, no se encontró mérito normativo ni técnico para invalidar la operación.

Así, deducir una supuesta irregularidad desconociendo que la autoridad expresamente encargada de preservar la integridad del mercado evaluó los hechos y decidió mantener la operación, implica sustituir indebidamente el juicio técnico adoptado en tiempo real por inferencias construidas a partir del resultado de la negociación.

En consecuencia, sostiene el investigado que, la actuación del presidente de la rueda refuerza la conclusión de que la subasta se desarrolló dentro de los parámetros normativos, técnicos y operativos del SEB, y constituye un elemento probatorio que desvirtúa las imputaciones de manipulación, interferencia o afectación de la libre concurrencia atribuidas al operador investigado.

4.9. Rapidez del calce y única postura registrada.

Al respecto señala que, del análisis del expediente, de los registros técnicos del SEB y de los instructivos operativos vigentes para la fecha de los hechos, considera que se encuentra acreditado lo siguiente:

• Los logs de auditoría del SEB evidencian que: Abierta la subasta el sistema activó el estado “abierta”, las alertas visuales y sonoras y el temporizador reglamentario de la ronda, el calce y la adjudicación se produjeron dentro del término de la ronda, sin rechazos, bloqueos ni alertas técnicas.
• El diseño funcional del SEB contempla tres (3) metodologías reglamentarias de adjudicación, todas válidas y expresamente permitidas por la normativa, a saber: (i) menor oferta desde “Lanzar oferta”, (ii) autopuja y (iii) menor oferta desde “Ofertar”.
• Del estudio de operaciones comparables de vigilancia realizadas entre el 21 de diciembre de 2023 y el 20 de mayo de 2024, se identificó que los tiempos de ingreso y calce de postura se sitúan mayoritariamente entre dos (2) y tres (3) segundos, con un promedio aproximado de 2,43 segundos.

Boletín de compra	Lote	Tiempo de ingreso de postura (segundos)
276	lote 1	3
276	lote 2	3
276	lote 3	3
276	lote 4	2
276	lote 5	3
276	lote 6	2
278	—	3
282	lote 1	5
282	lote 2	2
282	lote 3	4
282	lote 4	3
6	—	7
11	—	2
25	—	2
29	—	1
45	—	2
56	—	1
57	—	7
60	—	3
49	—	1
58	—	1

Boletín de compra	Lote	Tiempo de ingreso de postura (segundos)
64	—	2
73	—	3

Para el investigado, lo anterior, descarta, razonablemente, una hipótesis de sincronización previa o coordinación indebida, pues un tiempo de calce de siete (7) segundos no solo se encuentra dentro de un rango técnicamente razonable y explicable, sino que además representa un tiempo superior al promedio histórico observado, lo cual implica un mayor (y no menor) tiempo de exposición de la subasta al mercado.

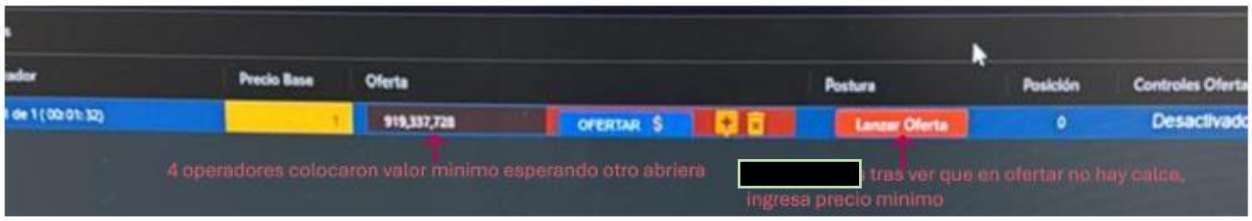
4.10. Explicación operativa del tiempo de calce (7 segundos).

Desde la perspectiva operativa del mercado y considerando la naturaleza de este tipo de ruedas en las cuales la participación efectiva se reduce a un número limitado de operadores habilitados es técnicamente esperable que los participantes alternen entre las metodologías reglamentarias de adjudicación permitidas por el sistema.



Particularmente, resulta plausible que el tiempo de calce observado siete (7) segundos, responda a la dinámica competitiva propia del SEB y al uso de las metodologías reglamentarias disponibles para adjudicación. En este contexto, resulta razonable que durante los primeros segundos posteriores a la apertura de la subasta varios operadores hayan ingresado posturas a través del botón “Ofertar”, con la expectativa de que otro participante intentara autopuja desde “Lanzar oferta”, estrategia que ha sido observada en negociaciones anteriores bajo condiciones similares.

El comportamiento ilustrado en la siguiente imagen refleja de manera gráfica esta dinámica operativa, en la cual varios operadores ingresan posturas mínimas desde “Ofertar” y, ante la ausencia de calce inmediato, otro participante, en este caso, la operadora LR, activa la postura mínima desde “Lanzar oferta”, produciéndose el calce conforme a las reglas automáticas del sistema. Esta representación tiene carácter explicativo y descriptivo del flujo operativo del SEB.



En consecuencia, considera el investigado que el factor diferencial para que el calce se produjera a los siete (7) segundos no corresponde a “conocer la hora de salida”, sino a la reacción competitiva del mercado y a la aplicación automática de las reglas del SEB para definir la postura que produjo el calce y la adjudicación.

Por otra parte, señala el investigado que debe tenerse en cuenta que, para la fecha de los hechos, el SEB no conservaba el historial completo de intentos fallidos o posturas descartadas, sino únicamente la postura que produjo el calce válido, situación técnica confirmada por el presidente de la rueda en comunicación de enero de 2026, por lo cual, no es técnicamente posible afirmar ni descartar cuántos operadores intentaron ingresar posturas durante esos segundos iniciales, ni establecer limitaciones de

conectividad individuales, razón por la cual no resulta procedente inferir exclusión de terceros con base en la ausencia de registros completos.

Por lo anterior considera que el tiempo de calce no constituye en sí mismo un parámetro normativo de infracción, sino un elemento circunstancial cuya valoración debe efectuarse en contexto. En el presente caso, el calce no fue inmediato ni simultáneo a la apertura, sino que existió un lapso real entre la activación de la subasta y la postura que produjo la adjudicación, lo cual evidencia que la negociación estuvo efectivamente abierta y expuesta al mercado. Desde una perspectiva técnica, una hipótesis de manipulación o coordinación previa presupone sincronía e inmediatez extrema, características que no se presentan en este caso, en la medida en que el lapso observado de siete (7) segundos supera el promedio histórico registrado para operaciones comparables.

Agrega que la ausencia de registros de múltiples posturas no puede interpretarse como restricción a la libre concurrencia, toda vez que, para la fecha de los hechos, el SEB únicamente conservaba la postura que producía el calce válido, limitación técnica reconocida por la propia Bolsa. En consecuencia, no resulta objetivamente sostenible inferir irregularidad alguna a partir del tiempo de calce ni de la existencia de una única postura registrada, cuando tales circunstancias se explican razonablemente por el funcionamiento normal del SEB y no se acreditó afectación real a la libre concurrencia.

4.11. Análisis de la supuesta afectación a la libre concurrencia.

Expresa el investigado que el pliego afirma que la apertura de la subasta impidió la participación de otros operadores del mercado, pero que de la revisión detallada del expediente se advierte que no obran pruebas técnicas, objetivas ni contemporáneas que permitan acreditar una restricción efectiva al acceso al mercado. Las únicas referencias a la supuesta no participación de terceros corresponden a inferencias posteriores, a partir de la queja presentada por un operador la cual parte de supuestos que no corresponden con el funcionamiento técnico del SEB para la fecha de los hechos.

Agrega que, si bien el pliego no afirma de manera expresa que la operadora adjudicataria contara con información privilegiada u oportuna sobre la hora exacta de apertura, sí introduce textualmente como marco interpretativo que la libre concurrencia se vería afectada cuando "*solo alguno o algunos de los habilitados tienen acceso a información oportuna sobre la hora de realización de una negociación*". (…)

Señala el investigado que para que esa consideración resulte aplicable al caso concreto, es necesario acreditar con prueba material que efectivamente existió un acceso diferencial a información sobre la hora real de apertura por uno o unos de los operadores (esto es, que uno o algunos participantes conocieran anticipadamente el momento exacto de salida a rueda). En el expediente no obra evidencia de comunicaciones, instrucciones, mensajes o cualquier soporte verificable que permita concluir que la operadora vendedora o algún participante contaba con dicha información de forma anticipada. En consecuencia, no es posible derivar una afectación a la libre concurrencia a partir de esa hipótesis sin la correspondiente demostración probatoria.

Considera que también resulta pertinente analizar la afirmación del pliego según la cual: "*Ello, a no dudarlo, impidió que el resto de los operadores que estaban habilitados para participar concurrieran a*

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

la negociación, como se pone de presente en las comunicaciones citadas en los numerales 1 y 2 de los hechos." En opinión del investigado, la anterior afirmación constituye una inferencia del Área de Seguimiento y una generalización del caso hacia todo el mercado, sin que exista prueba objetiva que permita concluir que efectivamente se impidió la concurrencia de los demás participantes. En particular, el expediente no evidencia reclamos adicionales diferentes al presentado por el operador quejoso, por parte de los otros cuatro (4) operadores habilitados para participar en la rueda convocada, tal como lo confirma el presidente de rueda designado para ese día, al responder el requerimiento sobre la existencia de otras reclamaciones.

Adicionalmente, manifiesta que el pliego de cargos en la página 21 afirma que la conducta sería subsumible en la infracción prevista en el artículo 5.2.1.13 del Reglamento, al considerar que el operador investigado se abstuvo de brindar información esencial para permitir la participación igualitaria de operadores no radicadores, y que ello habría generado una "restricción artificial y excluyente" en favor de una persona vinculada LR, afectando la integridad del mercado. Sin embargo, dicha conclusión no se encuentra respaldada por prueba objetiva en el expediente, toda vez que: (i) no se acredita la existencia de un deber reglado que imponga al operador comprador informar o comunicar a terceros la hora exacta de apertura, (ii) no se demuestra que la operadora adjudicataria hubiese conocido de manera anticipada la hora real de apertura, ni (iii) se prueba que otros operadores hubieran intentado participar y se hubiesen visto impedidos.

Por lo expuesto, atribuir una restricción "*artificial y excluyente*" en favor de una persona vinculada constituye una inferencia construida a partir del resultado final de la adjudicación, sin demostración del supuesto fáctico exigido para estructurar dicha imputación. Por ende, la conclusión del pliego no se encuentra respaldada por evidencia contemporánea suficiente, sino que se sustenta principalmente en una extrapolación derivada de una única reclamación.

En consecuencia, el pliego no demuestra una relación directa entre la conducta del operador y la supuesta falta de participación de terceros, y construye su conclusión a partir del resultado final de la operación. La ausencia de posturas visibles o la metodología de lance usada por otros operadores no puede imputarse al investigado, cuando no existe prueba objetiva de restricción.

4.12. Vínculo personal y ausencia de prueba de ventaja indebida.

Señala el investigado que el pliego introduce el vínculo conyugal entre comprador y vendedora como elemento relevante para la imputación, sin embargo, no contiene prueba alguna que permita derivar de dicho vínculo una infracción normativa o una ventaja indebida. El vínculo personal, en ausencia de una prohibición normativa expresa vigente para la época de los hechos de prueba objetiva de coordinación, concertación o aprovechamiento indebido, no constituye por sí mismo una infracción disciplinaria, ni habilita la imputación de responsabilidad. Derivar consecuencias sancionatorias del solo vínculo personal implicaría introducir una forma de responsabilidad objetiva o por sospecha, proscrita en materia disciplinaria, y sustituir la exigencia de prueba concreta por apreciaciones subjetivas o juicios de valor no sustentados en el acervo probatorio.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

Agrega el investigado que el pliego de cargos parte de la idea de que las actuaciones se fundamentan en un posible beneficio para la operadora LR, por el vínculo matrimonial, materializado en una apertura tardía injustificada que causó afectación a la libre concurrencia y participación del mercado y a la integridad del mercado y considera que el propio uso del término "curioso" para referirse a la situación evidencia que la valoración de los hechos es parcial y que no existe un soporte material que demuestre un favorecimiento por razón del vínculo matrimonial.

Finaliza el investigado sus argumentos indicando que del análisis individual y sistemático de los cargos, ninguno de ellos logra acreditar, con prueba directa, objetiva y verificable, conductas disciplinariamente reprochables atribuibles a su persona, y que, sumado a lo expuesto, las imputaciones se estructuran sobre inferencias posteriores al resultado de la negociación, sin demostración de irregularidad técnica, sin acreditación de afectación real al mercado y sin evidencia de elemento subjetivo relevante. En consecuencia, insiste en que no se satisfacen los presupuestos fácticos ni jurídicos necesarios para predicar responsabilidad disciplinaria en el presente caso.

5. Consideraciones de la Sala

Previo al análisis de los hechos materia de investigación y de la valoración del acervo probatorio recaudado dentro del expediente, la Sala realiza las siguientes consideraciones, de carácter general, sobre la prohibición de manipulación del mercado, particularmente, bajo la modalidad de obstaculización de la libre concurrencia e interferencia de otros operadores.

Estas consideraciones son pertinentes para delimitar el marco dentro del cual debe analizarse la conducta atribuida al investigado, toda vez que las normas que proscriben la manipulación del mercado y aquellas que imponen el deber de actuar con lealtad, no son simples reglas formales de comportamiento, sino verdaderas garantías institucionales orientadas a preservar los pilares fundamentales del mercado, a saber, la transparencia, la integridad, la objetividad, la seguridad y la confianza en los mercados.

En la Bolsa, la participación de los agentes del mercado exige condiciones que garanticen la formación libre, objetiva y transparente de las posturas, ofertas, demandas, precios y demás elementos propios de cada operación, de ahí que los operadores habilitados deban actuar de manera legítima y ajena a interferencias indebidas, restricciones artificiosas, señales orientadas a condicionar la conducta de otros participantes o actuaciones que desnaturalicen el proceso competitivo que debe regir las negociaciones celebradas por conducto del SEB.

En ese contexto, la libre concurrencia no puede ser entendida en un sentido puramente formal, esto es, como la sola posibilidad abstracta de que varios operadores se encuentren habilitados para ingresar al sistema o participar en determinada subasta sino que, su contenido es mucho más amplio, como quiera que la libre concurrencia exige que la participación de los agentes del mercado se desarrolle en condiciones reales de autonomía, igualdad, transparencia y ausencia de interferencias indebidas, de manera que cada operador pueda adoptar sus decisiones de negocio conforme a su propio criterio profesional, a las instrucciones recibidas, a la información legítimamente disponible y a las condiciones objetivas del mercado.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Por ello, una operación no es legítima e íntegra únicamente porque haya sido celebrada dentro de los horarios previstos, a través del sistema autorizado y/o mediante los mecanismos tecnológicos dispuestos para tal efecto. En ese sentido, **la regularidad formal de una operación no agota el análisis disciplinario**, toda vez que, la integridad del mercado exige, además y como condición *sine qua non*, que la conducta de los participantes no haya sido afectada por comportamientos que restrinjan, inhiban, condicionen y/o desestimulen indebidamente la intervención de los demás operadores habilitados para concurrir.

Por tanto, la prohibición de manipulación del mercado prevista en el artículo 5.2.1.13. del Reglamento tiene especial relevancia, al imponer a las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa y a las personas naturales vinculadas a estas, el deber de abstenerse de realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o coadyuvar con operaciones o cualquier otro acto relacionado que tenga por objeto o efecto afectar la libre formación de precios, manipular la liquidez, aparentar ofertas o demandas, alterar artificialmente el precio, la oferta o la demanda, u obstaculizar la libre concurrencia e interferir en las ofertas sobre los bienes, productos, commodities, servicios, documentos, títulos, valores, derechos, derivados o contratos transados en los mercados administrados por la Bolsa.

Por lo anterior, para esta Sala el citado artículo 5.2.1.13. pone de manifiesto su finalidad protectora, en cuanto regula las diferentes posibles modalidades de manipulación del mercado, tales como, las operaciones ficticias, la formación artificial de precios o la apariencia de liquidez, así como cualquier conducta que tenga por objeto o produzca como efecto, la afectación a la libre concurrencia, la posibilidad real de competir, la transparencia y la integridad del proceso de negociación y celebración de una operación.

En otras palabras, en la manipulación del mercado, bajo la modalidad de obstaculización de la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas, basta con que el comportamiento desplegado, aún cuando atienda los horarios previstos, a través del sistema autorizado, y/o mediante los mecanismos tecnológicos dispuestos, tenga la aptitud o produzca como efecto, alterar, restringir o interferir indebidamente las condiciones bajo las cuales los demás participantes pueden intervenir en la respectiva negociación y operación.

En efecto, el artículo 5.2.1.13. del Reglamento, señala como deber de abstención, "*realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o coadyuvar con operaciones o cualquier otro acto relacionado que "tenga por objeto o efecto"*. Por tanto, la infracción puede configurarse tanto cuando la conducta persigue una finalidad contraria a la integridad del mercado, como cuando, aun con independencia de la motivación alegada por su autor, produce o tiene capacidad de producir un efecto restrictivo, distorsivo o interferente en la negociación.

Lo expuesto cobra especial relevancia entendiendo que, en los mercados administrados por la Bolsa, la confianza constituye un presupuesto funcional del sistema, donde los participantes concurren bajo la expectativa legítima de que todos los operadores atenderán las reglas que regulan el mercado. Por tal razón, las conductas que afectan la libre concurrencia no tutelan a un operador individualmente

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

considerado, ni se agotan en una eventual ventaja o desventaja surgida en una operación particular, su relevancia radica en que comprometen la confianza colectiva en la neutralidad del escenario de negociación y en la integridad del mercado.

A su vez, el deber de lealtad previsto en el artículo 5.1.3.4. del Reglamento debe ser interpretado como un estándar transversal que informa la conducta de las sociedades comisionistas miembros y de las personas naturales vinculadas a estas; la lealtad exige obrar de manera íntegra, franca, fiel y objetiva frente a todas las personas que intervienen, de cualquier manera, en el mercado y, en ese orden de ideas, no se trata, por tanto, de un deber accesorio, secundario o meramente ético, sino que se constituye en una regla de conducta con contenido jurídico propio, cuya observancia resulta indispensable para asegurar que los operadores no se valgan de su posición, experiencia, acceso al sistema o conocimiento de la dinámica de negociación, para afectar indebidamente la actuación de otros participantes.

No obstante, y en particular, tratándose de operadores, el deber de lealtad adquiere una especial intensidad, pues quien actúa en tal calidad dentro de los mercados de la Bolsa no es un agente accidental ni un tercero ajeno a las reglas del sistema, sino un profesional habilitado que conoce el funcionamiento del SEB, las reglas de conducta aplicables, los efectos que pueden derivarse de sus actuaciones y la confianza que el mercado deposita en la corrección de su comportamiento, razón por la cual su conducta debe ser valorada con arreglo a un estándar calificado de diligencia, buena fe, transparencia y probidad profesional.

Es por ello que se advierte, la lealtad, en este ámbito, no se satisface únicamente con abstenerse de incurrir en engaños manifiestos o en actuaciones abiertamente fraudulentas, también exige omitir cualquier comportamiento que pueda introducir ventajas indebidas, afectar la autonomía decisional de otros operadores, generar barreras no previstas por el sistema, distorsionar la dinámica de la subasta o debilitar la confianza de los participantes en la neutralidad del escenario de negociación. Así las cosas, una conducta puede resultar contraria al deber de lealtad aun cuando se presente bajo una apariencia de normalidad operativa, si al ser apreciada en su contexto evidencia una interferencia indebida en la actuación de quienes podían participar legítimamente en la negociación.

Ahora bien, de cara al orden constitucional económico, la libre competencia económica, reconocida en el artículo 333 de la Constitución Política, así es un derecho de todos que supone responsabilidades. A su vez, la Constitución impone al Estado el deber de impedir que se obstruya o restrinja la libertad económica y de evitar o controlar los abusos que puedan presentarse en el mercado y, bajo esa premisa, las reglas que proscriben la manipulación del mercado, bajo la modalidad de obstaculización de la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas, salvaguardan la transparencia, la confianza, la integridad de los mercados y la corrección profesional de los agentes.

Finalmente, considerando que el reproche se concreta en la presunta manipulación debido a la obstaculización de la libre concurrencia e interferencia de otros operadores, la Sala debe establecer si la conducta investigada tuvo como objeto o efecto, el alcance descrito en la norma presuntamente violada.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

En tal medida, esta Sala procederá a examinar el caso concreto a partir del material probatorio incorporado al expediente, incluidas las pruebas decretadas y practicadas durante la actuación disciplinaria, para determinar si, el investigado, en su calidad de operador vinculado a una sociedad comisionista miembro de la Bolsa para la época de los hechos, desplegó una conducta que, por su objeto o por su efecto, obstaculizó la libre concurrencia e interfirió en la participación de otros operadores habilitados para intervenir en la negociación celebrada a través del SEB el 21 de febrero de 2024, que dio origen a la operación No. XX33, y si tal comportamiento comportó, además, un desconocimiento del deber de lealtad.

Ahora bien, antes de abordar al análisis del caso concreto, la Sala considera necesario precisar la metodología que empleará para el estudio de los hechos materia de investigación. En efecto, si bien el pliego de cargos hizo referencia a la presunta obstaculización de la libre concurrencia e interferencia de otros operadores en la negociación celebrada a través del SEB el 21 de febrero de 2024, así como al eventual desconocimiento del deber de lealtad exigible al investigado en su calidad de operador, tales aspectos no serán abordados de manera aislada, en la medida en que se encuentran estrechamente relacionados con una misma secuencia fáctica y con el comportamiento que, según el Área de Seguimiento, habría desplegado el investigado en desarrollo de dicha negociación.

En consonancia con lo manifestado, la Sala estima que el análisis conjunto de tales aspectos resulta no solo procedente, sino metodológicamente adecuado, pues permite valorar de forma integral el contexto en que se desarrollaron los hechos, la conducta atribuida al investigado, su incidencia frente a los demás operadores habilitados para participar en la subasta y la eventual afectación de los principios de libre concurrencia, transparencia, integridad y lealtad que gobiernan el funcionamiento del mercado.

Así, la eventual afectación de la dinámica competitiva de la negociación y el posible desconocimiento del deber de obrar de manera íntegra, franca, fiel y objetiva no corresponden a reproches fácticamente escindidos, sino a dimensiones normativas estrechamente conectadas de una misma actuación, como ya se puso de presente en los párrafos anteriores.

Bajo esa premisa, reitera la Sala que realizará un análisis integral del comportamiento atribuido al investigado, con el propósito de establecer si, a partir de los elementos de prueba obrantes en el expediente, la actuación desplegada en la referida negociación tuvo la aptitud de obstaculizar la libre concurrencia o interferir en la participación de otros operadores y, en ese mismo contexto, si dicha actuación resultó compatible con el deber de lealtad que rige la conducta de las personas naturales vinculadas a sociedades comisionistas miembros de la Bolsa.

5.1. De los comportamientos atribuidos al investigado en la negociación celebrada a través del SEB.

Para esta Sala de Decisión, el comportamiento atribuido al investigado reviste especial importancia, razón por la cual, el estudio del expediente requirió una valoración de los hechos, en armonía con el funcionamiento del sistema de negociación y las normas aplicables a la conducta del operador en la subasta del 21 de febrero de 2024, que dio origen a la operación No. XX33.

La Sala también consideró si las inferencias expuestas en el pliego de cargos, a saber: que era necesario un tercer aviso o mensaje de aplazamiento por parte del operador y que, debido a tal omisión por parte del operador investigado, para el mercado era claro que la operación no se celebraría y que la única postura presentada fue la de la operadora vinculada con el investigado a la que finalmente le fue adjudicada la operación, encontraban respaldo suficiente en el material probatorio o si, por el contrario, podían explicadas o entendidas a partir de las demás pruebas.

Lo anterior resulta relevante, en la medida en que los razonamientos contenidos en el pliego constituyen el punto de partida del reproche disciplinario, que deben ser contrastados con las pruebas documentales aportadas, con aquellas solicitadas por el investigado en ejercicio de su derecho de defensa, y con las decretadas de oficio para esclarecer los aspectos que resultaban necesarios para la adecuada comprensión de los hechos.

En ese sentido, el análisis abarca aquellos aspectos que inicialmente sustentaron la formulación del pliego de cargos, y aquellos que pueden ofrecer una explicación distinta sobre la actuación del investigado, el contexto operativo de la negociación, la interacción con los demás operadores habilitados para participar en la subasta e incidencia en la dinámica competitiva de la operación.

El pliego de cargos fundó la presunta obstaculización de la libre concurrencia e interferencia de otros operadores, a partir de los siguientes ejes:

5.1.1. La programación, parametrización y funcionamiento de la subasta en el SEB.

El pliego sostuvo que la negociación objeto de análisis debía desarrollarse bajo la metodología de remate serializado, conforme a la cual la postura inicial ingresada por el operador radicador queda a disposición de los demás operadores habilitados para que estos puedan presentar posturas contrarias compatibles dentro del término previsto para la ronda correspondiente, e indicó que la fecha y hora de inicio de la subasta constituían elementos esenciales de la parametrización, en tanto permitían que los operadores habilitados conocieran oportunamente el momento en el cual debían ingresar al sistema para participar en la negociación y competir en condiciones de igualdad.

Frente a lo anterior, la Sala comparte la premisa, según la cual, la programación y parametrización de una subasta constituyen elementos esenciales dentro de la metodología de remate serializado. En efecto, la determinación anticipada de la fecha, hora y demás condiciones de la negociación cumple una función determinante dentro de la arquitectura del SEB, en tanto permite que los operadores habilitados conozcan de manera previa las condiciones bajo las cuales se desarrollará la negociación y puedan concurrir al mercado en igualdad de oportunidades. En consecuencia, al no existir discrepancia sobre este asunto, la Sala centrará su análisis en los demás aspectos.

5.1.2. Los aplazamientos informados al mercado y la ausencia de una nueva comunicación oficial.

El pliego de cargos señaló que la negociación *sub judice* fue inicialmente programada para las 10:10 a.m. del 21 de febrero de 2024 y que, posteriormente, fue aplazada en dos oportunidades, primero

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

para las 11:00 a.m. y luego para las 11:10 a.m., en ambos casos por solicitud de la sociedad comisionista compradora, a través del operador encargado de la negociación.

Según el pliego, tales aplazamientos fueron informados al mercado mediante mensajes broadcast enviados por la presidencia de rueda. No obstante, con posterioridad al mensaje que comunicó la reprogramación de la subasta para las 11:10 a.m., no se envió una nueva comunicación oficial a los operadores habilitados ni existió registro de una solicitud adicional de aplazamiento formulada por el investigado ante la presidencia de rueda.

Frente a lo anterior, indica la Sala que está demostrado que la negociación fue objeto de dos aplazamientos oportunamente comunicados al mercado mediante mensajes broadcast emitidos por la presidencia de rueda y que, con posterioridad a la reprogramación fijada para las 11:10 a.m., no fue difundida una nueva comunicación oficial informando un nuevo cambio en la hora de inicio de la subasta.

Sin embargo, la valoración integral del acervo probatorio permite precisar aspectos relevantes que impiden atribuir al investigado la conducta de manipulación por las siguientes razones:

El presidente de rueda, en su declaración del 23 de junio de 2026, explicó que las reprogramaciones obedecieron a consultas formuladas por otros operadores, las cuales fueron trasladadas por la Dirección de Estructuración a la entidad estatal y, una vez atendidas, se procedió a continuar con el desarrollo de la negociación.

También manifestó que las modificaciones en el horario de la subasta eran comunicadas al mercado mediante mensajes broadcast, mecanismo institucional previsto para informar a todos los operadores habilitados sobre las novedades de la negociación. Al efecto expresó:

> *"Son diferentes situaciones que pueden llevar a mover el inicio de la rueda. Sin embargo, cada vez que se mueve, uno lo notifica a través del mensaje de broadcast. Mensaje que todos los operadores que estén en la plataforma lo van a ver. Ahora, si ellos no están en la plataforma, están en su correo, están en internet, en otro lado y vuelven a la plataforma, el SEB les muestra una notificación de que hay mensajes, por ahí pueden darse cuenta del horario y no solamente ahí sino en la pantalla principal del SEB donde se muestra la nueva hora de inicio a la cual va a salir el respectivo boletín que se va actualizando en tiempo real para los operadores*
>
> ***Presidente de la Sala:** Tratándose de la operación XX33 del 21 de febrero de 2024, cuya hora de inicio estaba programada para las 10:10 a m. ¿Se dieron solicitudes de aplazamiento? en caso afirmativo ¿Por qué motivo y quién la solicitó? ¿Cómo se informaron dichos aplazamientos a los participantes habilitados para participar en dicha rueda?*
>
> ***DO (Director de Operaciones):** Sí señor, en efecto, se hizo el ajuste y el horario en 2 oportunidades y la razón por la cual se pidió es porque **teníamos consultas hechas por parte de otros operadores que estaban, que se trasladaron por parte de la Dirección de Estructuración en ese tiempo a la entidad estatal y que estaban pendientes de atender por parte de la entidad estatal.** Una vez contestaron al área que mencionaba la Dirección de Estructuración, recibimos el informe de habilitados y por ende pudimos salir con la negociación a partir de las 11:20, 11:10 de la mañana, 11:20, creo que fue, es decir, se movió la rueda en dos oportunidades. La otra cosa que me preguntó, se informa a través del canal de mensajería del set de Mensaje Broadcast."*
>
> *(…)*

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Presidente de la Sala: *En la pregunta que le hice, si se dieron solicitudes de aplazamiento, le digo que por favor explique por qué motivo se dieron esas solicitudes de aplazamiento y quién las solicitó y cómo se informaron de sus aplazamientos a los participantes para participar en dicha rueda.*

DO*: Bueno, entonces voy a reiniciar nuevamente la explicación. El área encargada de atender las solicitudes que llegan de consultas antes de ejecutar la negociación no es ni el presidente de rueda ni la Dirección de operaciones. Es el área de estructuración de negocios en ese tiempo, hoy en día Dirección de Gestión técnica y aseguramiento documental.*

¿Quién hizo la consulta? Desconozco esa información porque por reserva bursátil yo no tengo que conocer quién hace la solicitud de la consulta. Eso solamente lo conoce la Dirección de Estructuración de Negocios. ¿Por qué? yo no conozco las empresas. Yo solamente las conozco hasta el momento en el que me llega a mí el informe de habilitados. De todo lo anterior se encarga estructuración o se encargaba Estructuración de Negocios. ***Entonces responderle quién hizo la solicitud, no tengo el dato, no podría darle esa información, la desconozco quién hizo la consulta. Lo único que sí le puedo decir es que cuando recibieron la consulta, me notifican a mí que hay consultas pendientes por atender. Luego, a través de eso, envío un mensaje a través del canal de mensajería del SEB a todo el mercado, es decir, a todos los operadores diciéndoles en la negociación por consultas pendientes de atender por parte de la entidad estatal, se ajusta la hora de inicio****."*

Frente a la aseveración contenida en el pliego acerca de que el operador investigado fue quien solicitó los aplazamientos, debe tenerse en cuenta además, la manifestación efectuada en tal sentido por la Vicepresidente de Operaciones de la Bolsa según la cual, *"Validando el LOG de mensajería del SEB para la fecha requerida, se tiene que no existió comunicación alguna a través del SEB entre la presidencia de rueda y el operador XX de la SCB XX S.A., quien era el operador de compra habilitado para la negociación de la operación No. 58746133."*

A partir de lo anterior, la Sala considera que las pruebas antes citadas no permiten concluir que las reprogramaciones de la negociación constituyeran decisiones adoptadas por el investigado o que dependieran exclusivamente de su voluntad. Por el contrario, quedó acreditado que tales actuaciones hacían parte de la dinámica operativa de la negociación y eran gestionadas institucionalmente por la Bolsa y que, el presidente de la rueda fue el encargado de comunicar al mercado cualquier modificación en la programación de la subasta mediante los canales oficialmente establecidos para tal efecto.

En ese contexto, no existió un tercer mensaje broadcast informando una nueva reprogramación de la negociación y no se observa fundamento jurídico para sostener que sobre el investigado recayera el deber de promover un nuevo aplazamiento, y que su ausencia de dicha solicitud constituya un comportamiento subsumible en las normas objeto de reproche.

5.1.3. El ingreso de la postura inicial por fuera de la hora informada al mercado.

A partir de los registros del SEB, el pliego indicó que el investigado no ingresó la postura inicial de compra a las 11:10 a.m., hora que había sido informada al mercado, sino a las 11:20:03 a.m., esto es, cuando ya había transcurrido la hora prevista para el inicio de la subasta e incluso el término inicialmente estimado para su duración. Según el pliego, ese ingreso tardío de la postura inicial, sin una

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

nueva comunicación previa al mercado, habría generado una apertura de facto de la negociación en un momento que no era conocido por los demás operadores habilitados.

Frente a este argumento, la Sala encuentra acreditado que la postura inicial fue ingresada al SEB a las 11:20:03 a.m., esto es, con posterioridad a la hora de inicio informada al mercado mediante el último mensaje broadcast. En consecuencia, coincide con el pliego en cuanto a la existencia de una diferencia temporal entre la hora comunicada y el momento efectivo en que se dio apertura a la subasta. No obstante, dicha circunstancia también debe analizarse a la luz del funcionamiento del SEB.

En tal sentido, el presidente de la rueda para el momento de los hechos explicó que la hora de finalización inicialmente reflejada por el SEB corresponde únicamente a la duración prevista para la etapa de exposición cuando la subasta iniciaba en la hora programada. Precisó, además, que una vez el operador radicador ingresaba la postura inicial, el sistema ajustaba automáticamente el tiempo restante de la negociación, conservando la duración reglamentaria de la ronda, circunstancia que hacía parte del funcionamiento ordinario del sistema y era conocida por los operadores a partir de las capacitaciones impartidas y de los instructivos operativos de la Bolsa, como se menciona a continuación:

> ***Jefe del Área de Seguimiento:*** *Se lee en la que además está en el pliego de cargos y está dentro del expediente de este proceso, que el correo del señor JAM se refiere básicamente a que en la subasta, el SEB informó al mercado que la hora de la subasta se establecía primero a las 11:00, luego a las 11:10, información que el mercado recibió integralmente. Por razones completamente desconocidas, ajenas al mercado y que riñen con los principios de transparencia al desinformar, distraer e invocar al error, el comisionista comprador libre y caprichosamente no acató la hora definida por el SEB y activó la subasta a las 11:19, es decir 9 minutos después sin ninguna previa información al mercado generando desconcierto confusión y una situación de tensión al no actuar adecuadamente es decir dentro de los términos conocidos por todos paréntesis el mercado y menciona también adicionalmente que el SEB pues tiene elementos de ayuda y orientación a los operadores habilitados, la hora de inicio, pero también la hora de finalización y para la subasta en comento la hora de finalización que está fijada, que ese es un tema bien importante, fue 13 minutos yo quisiera, luego me voy a permitir proyectarle, en esta negociación cómo estaba fijada la hora quisiera preguntarle en primer lugar respecto de este correo la respuesta que ustedes le dieron por parte de operaciones al Señor JAM, es que había tenido 6.6 segundos para poder eh interferir en la o mejor formular postura o ingresar postura a la oferta que dio inicio a la subasta.*
>
> *Sírvase indicarme si esto que menciona el señor JAM, que sin ninguna información del mercado, el señor salió luego de la hora fijada para la finalización, que era a las 11:13, tiene que ver con que se hayan tenido 6 punto 6 segundos para agredir la postura del señor. O sea, la respuesta que se dio por parte del área de operaciones, que me voy a permitir proyectársela también, es que se tuvieron 6.6 segundos para efectos de agredir la postura que dio inicio a la subasta, el señor JAM, está mencionando en su queja que la subasta salió, o sea, que la postura inicial salió cuando ya el sistema tenía en su parametrización como hora de finalización o determinación las 11:13 minutos. Esa es, ahí está puesta. Indíqueme, digamos, cómo se explica que esa sea la queja o la denuncia y esta sea la respuesta.*
>
> ***DO****: Bueno. El tema, El tema de los 3 minutos o de las 11:03 creo que salía en el mensaje de JAM. Esas son 11 y 13, ese tiempo que muestra ahí el sistema como finalización corresponde al término de los 3 minutos que se tienen para la etapa de exposición, la cual como ya mencioné y como está establecido en el reglamento de funcionamiento de operación, es la etapa en la cual se tiene para que procedan a incluir las posturas de compra y venta por parte de la de los operadores de las sociedades comisionistas de bolsa. Es decir, si bien es cierto el sistema le muestra ahora de inicio 11 y 10, hora finalización 11 y 13 esa hora de finalización termina ajustándose una vez se abre por parte del operador, algo que no es ajeno a los operadores, que conocen por las capacitaciones y que se establece en el instructivo operativo.* ***Entonces ese tiempo de 11 y 13, si bien es cierto, sale en la pantalla y ven, se finaliza a las***

> ***11:13, claro, se finaliza la etapa de exposición si la subasta inicia a las 11:10 pero como la subasta no inicia a las 11:10 sino a las 11:11, 11:12, pues ese tiempo al final se va a ajustar tan pronto se abra, porque es el tiempo de los tres minutos que se cuentan cuando se recibe la postura del comprador.*** *Lo que mencionamos nosotros de los seis segundos en la validación que hicimos para determinar que no procedía la anulación, es cuánto tiempo transcurrió desde el momento en el que el operador lanza su postura de compra y el momento en el que se hace el calce de la operación por el valor que corresponda que fue 200 algo millones no tengo en mi cabeza cuál, fue pero ese lapso de tiempo fueron 6.6 segundos"*

En ese contexto, la Sala considera que la circunstancia consistente en que la pantalla del sistema reflejara inicialmente una hora de finalización de las 11:13 a.m. no permite concluir que la negociación hubiera sido abierta por fuera de la parametrización del SEB o al margen de su funcionamiento operativo. Por ello, dicho elemento debe ser apreciado a la luz de dicha la explicación técnica, la cual permite comprender el comportamiento del sistema una vez era ingresada la postura inicial.

Ahora bien, lo anterior tampoco significa que la apertura de la subasta a las 11:20:03 a.m. resulte jurídicamente irrelevante. Por el contrario, dicha circunstancia exige determinar si el ingreso de la postura en ese momento obedeció a una actuación que tuvo como objeto o produjo como efecto, restringir la participación de los demás operadores o si, por el contrario, las pruebas recaudadas ofrecen una explicación distinta que impida atribuirle a ese hecho el alcance disciplinario propuesto en el pliego de cargos, como analizaremos más adelante.

5.1.4. La presunta afectación a la participación de los operadores no radicadores.

El pliego afirmó que, al no existir una nueva comunicación oficial sobre la hora real de apertura, los operadores no radicadores habilitados para participar en la subasta habrían quedado privados de la posibilidad real y oportuna de ingresar posturas contrarias, controvertir la postura inicial y participar en la formación competitiva del precio.

Bajo esta línea argumentativa, el pliego sostuvo que, una vez transcurrido el término informado para la subasta reprogramada a las 11:10 a.m., y ante la ausencia de una nueva comunicación por parte del presidente de rueda, los operadores habilitados *podían entender razonablemente que la negociación no se realizaría en ese momento, sin que estuvieran obligados a permanecer indefinidamente a la espera de su eventual apertura.*

Sobre este aspecto en particular, la Sala considera indispensable efectuar un estudio detenido, por cuanto la presunta afectación a la participación de los operadores no radicadores constituye el presupuesto fáctico esencial de la conducta atribuida al investigado. En efecto, la configuración de una eventual obstaculización de la libre concurrencia no puede sustentarse únicamente en la constatación de que la postura inicial fue ingresada con posterioridad a la última hora informada al mercado, sino que exige demostrar que esa circunstancia tuvo como objeto o efecto impedir o restringir la participación de los demás operadores habilitados para intervenir en la subasta, tal como lo establece la norma:

> *"**Artículo 5.2.1.13. del Reglamento "Manipulación del mercado.** Las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa y las personas naturales vinculadas a éstas deberán abstenerse de realizar, colaborar, cohonestar, autorizar,*

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

participar de cualquier forma o coadyuvar con operaciones o cualquier otro acto relacionado que ***tenga por objeto o efecto:***

3.1.1.5. Obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre commodities, servicios, documentos, títulos, valores, derechos, derivados o contratos." (Resaltado de la sala)

Precisamente con ese propósito, la Sala decretó pruebas[1] requiriendo a las demás sociedades comisionistas habilitadas para participar en la negociación, manifestar, entre otros, si presentaron postura para participar en la respectiva subasta, cuyo recaudo permitió verificar, a partir de la información suministrada por los propios participantes del mercado, que estos tuvieron conocimiento de la negociación, contaron con órdenes impartidas por sus clientes y, además, desplegaron las actuaciones necesarias para intervenir en la rueda, de manera que no está acreditado que la ausencia de una nueva comunicación oficial hubiera afectado su posibilidad real y oportuna de concurrir a la subasta.

Para ilustrar lo anterior, la Sala reproduce a continuación apartes de tres de las respuestas remitidas por las sociedades comisionistas requeridas, seleccionadas únicamente para efectos expositivos, así:

Comunicación aportada por la SCB 1

Apreciados señores:

En atención de lo ordenado mediante Resolución No. 514 del 28 de abril de 2026 de la Sala de Decisión de la Cámara Disciplinaria, me permito certificar que:

1. **participó en la rueda de negociación del 21 de febrero de 2024** para la negociación del Servicio de Vigilancia y Seguridad Privada para el convocada mediante B.I. RN 6.1 de febrero 9 de 2024 por cuenta de un sólo cliente.

2. El cliente por cuenta del cual participo en la rueda de negociación del 21 de febrero de 2024 para la negociación del Servicio de Vigilancia y Seguridad Privada para el convocada mediante B.I. RN 6.1 de febrero 9 de 2024, **impartió orden de venta para participar en la referida rueda y la orden fue ejecutada.**

Comunicación aportada por la SCB 2

2. Respecto al numeral sexto de la Resolución (prueba documental decretada de oficio):

a) Se presentó postura para participar en la rueda de negociación de la operación celebrada el 21 de febrero de 2024, informada bajo Boletín Informativo No. RN- Alcance 6.1- de 2024 del 9 de febrero de 2024

c) Sobre el conocimiento de la hora de inicio, hora máxima de presentación y posibles aplazamientos o suspensiones de la rueda, informamos que: Si hubo conocimiento, lo anterior es informado mediante mensaje en el SEB - Sistema Electrónico Bursátil, debido a que el operador comercial ya no labora con nosotros y su código fue actualizado a la nueva firma en la que labora no es posible obtener la información recibida.

d) Respecto al operador asignado, se informa que estuvo presente durante toda la rueda, siguiendo instrucciones del ordenante.

e) Se obtiene conocimiento del resultado de la rueda mediante el LOG y las actuaciones adelantadas posteriormente, se remiten a informar al cliente y enviar el INFORME DE NO CIERRE DE OPERACION.

[1] Resolución No. 514 de 2026.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

a) Si presentaron postura para participar en la rueda de negociación de la operación celebrada el 21 de febrero de 2024, informada bajo Boletin Informativo No. RN- Alcance 6.1- de 2024 del 9 de febrero de 2024 y que fue adjudicada bajo número de operación 58746133 para la adquisición de un servicio de vigilancia que tuvo como punta compradora a quien actuaba por cuenta del

Comunicación aportada por la SCB 3

Para la Sala, las anteriores concurrentes y unívocas comunicaciones de las sociedades comisionistas requeridas, desvirtúan las inferencias del pliego, en cuanto a que por la ausencia de un tercer aviso de aplazamiento se "*impidió que el resto de los operadores que estaban habilitados para participar concurrieran a la negociación*", que para el mercado era claro que la operación no se realizaría y, que la única persona que presentó postura fue la operadora que tiene un vínculo matrimonial con el investigado.

Por el contrario, dichas comunicaciones, permiten a la Sala dar por probado que la mayoría de los participantes, *salvo quien formuló la queja*, tuvieron conocimiento de la negociación, recibieron instrucciones de sus respectivos clientes y desarrollaron las actuaciones que estimaron procedentes dentro del marco de la rueda, sin que pueda concluirse que la falta de un nuevo mensaje broadcast hubiera constituido una imposibilidad de participación y, menos aún, que la única postura hubiera sido la presentada por la operadora vinculada con el investigado.

Aunado a lo anterior y, como se advirtió, de las sociedades comisionistas habilitadas para intervenir en la negociación, únicamente uno de los operadores presentó una reclamación relacionada con el desarrollo de la subasta. Sin embargo, dicha circunstancia no resulta suficiente para extrapolar una percepción individual del comportamiento del resto de aquellos participantes que, al momento de los hechos, formaron parte del respectivo mercado.

Así las cosas, la situación manifestada en la reclamación de dicho operador no resultó acreditada en el expediente, sino que precisamente, las respuestas allegadas por las demás sociedades comisionistas evidencian un escenario distinto, por lo que, bajo las reglas de la sana crítica tales pruebas, no permiten otorgar a dicha reclamación el alcance probatorio pretendido en el pliego.

5.1.5. La secuencia temporal entre la apertura de la subasta, el ingreso de la postura contraria y la adjudicación.

El pliego señaló que, segundos después del ingreso de la postura inicial de compra por parte del investigado, fue presentada la postura de venta con la cual se calzó la operación, que posteriormente fue adjudicada a las 11:21:00 a.m. Esta secuencia temporal indicaría que la negociación se abrió por fuera de la hora informada al mercado y fue adjudicada en un lapso breve a la única postura contraria presentada; por lo cual estos hechos deben valorarse frente a la posibilidad de concurrencia de los demás operadores habilitados y su efectiva participación o no durante la negociación.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

La Sala considera que la secuencia temporal descrita por el pliego constituye un hecho que efectivamente quedó acreditado dentro del expediente. En efecto, los registros del SEB evidencian que la postura de venta fue ingresada pocos segundos después de la apertura de la subasta y que la operación fue adjudicada dentro de un lapso relativamente breve. Sin embargo, la relevancia disciplinaria de esa circunstancia no puede derivarse exclusivamente de la rapidez con la que se desarrolló la negociación; rapidez, que dicho sea de paso, resulta relativa de conformidad con la información allegada por el investigado en el cuadro trascrito en el numeral 4.9. de esta providencia y según el cual, un tiempo de 6 ó 7 segundos para presentar postura no resulta corto comparado con el de otras negociaciones de este tipo.

Aun así, en criterio de la Sala, la proximidad temporal entre el ingreso de la postura inicial, la presentación de la postura contraria y la adjudicación, únicamente podría adquirir valor indiciario si se encuentra acompañada de otros elementos probatorios que permitan concluir que dicha secuencia obedeció a una actuación previamente coordinada o que tuvo como efecto restringir la participación de los demás operadores habilitados. Por ello, precisamente sobre esos aspectos recayó la actividad probatoria desplegada, mediante la cual se acreditó que los restantes participantes no vieron limitada su posibilidad de concurrir a la negociación, como elemento constitutivo de una manipulación.

Así las cosas, la Sala considera que la relativa rapidez con la que se perfeccionó la operación constituye un dato cronológico, que no prueba la manipulación del mercado y, que al estar desprovista de otros elementos no supera el plano de un indicio insuficiente para sustentar responsabilidad disciplinaria.

5.1.6. La ausencia de otras subastas programadas para el mercado de físicos.

El pliego también tuvo en cuenta que, según el histórico de subastas del SEB, para el 21 de febrero de 2024 solo se encontraba programada la negociación objeto de análisis en el mercado de físicos, circunstancia que habría permitido que la subasta se abriera después de la hora previamente informada al mercado, sin que el sistema impidiera su realización por la existencia de una negociación posterior y sin que los operadores habilitados contaran con una nueva referencia horaria oficial.

Sobre el particular, la Sala encuentra acreditado que, para el 21 de febrero de 2024, la negociación objeto de investigación era la única programada dentro de la sesión correspondiente al mercado de físicos, según se desprende de los registros históricos del SEB[2]

En efecto, el hecho de que no existieran negociaciones posteriores explica por qué el sistema permitió que la subasta permaneciera disponible para su apertura en un momento posterior al inicialmente programado; sin embargo, de ello no se deduce inequívocamente, que el investigado hubiera aprovechado esa circunstancia para restringir la participación de los demás operadores o para alterar la libre concurrencia del mercado.

[2] Archivo Excel *"Vigilancia Agosto 2023 – Febrero 2024"* aportado por la Vicepresidencia de Operaciones de la Bolsa, mediante correo electrónico del 11 de junio de 2026.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

En criterio de esta Sala, la inexistencia de otras subastas programadas constituye una condición operativa del funcionamiento del SEB y no un elemento demostrativo de una conducta manipulativa ya que, para atribuirle ese alcance, sería indispensable acreditar, además, que dicha circunstancia tuvo como objeto o produjo como efecto, excluir a los restantes participantes de la negociación, extremo que, como quedó expuesto en los apartes precedentes, no encontró respaldo en el material probatorio recaudado durante la actuación.

Por consiguiente, la Sala estima que este elemento únicamente permite contextualizar el desarrollo operativo de la subasta, mas no constituye un indicio de la conducta disciplinaria imputada.

5.1.7. El vínculo entre el investigado y la operadora que ingresó la postura de venta.

El pliego señaló que la única operadora que ingresó postura de venta y con quien se calzó la operación tenía un vínculo matrimonial con el investigado, circunstancia que debe ser valorada dentro del contexto de la negociación, pues la operación terminó adjudicándose a la única postura contraria presentada luego de que la subasta fuera abierta por fuera de la hora informada al mercado, lo que, desde la perspectiva del pliego, habría generado una restricción excluyente en favor de una persona vinculada al operador investigado.

Pues bien, la Sala comparte el hecho de que el vínculo matrimonial entre el investigado y la operadora que ingresó la postura de venta constituye una circunstancia que razonablemente justifica su valoración dentro del contexto de la investigación, pues, tratándose de una eventual conducta de manipulación del mercado, resulta procedente examinar todas aquellas circunstancias personales y objetivas que puedan tener incidencia en el análisis de los hechos. Sin embargo, la sola consideración de dicho vínculo dentro del ejercicio investigativo no resulta demostrativa de una conducta manipulativa.

La Sala concluye que esa circunstancia no puede conservar el alcance que inicialmente le atribuyó el pliego de cargos, por cuanto el vínculo matrimonial entre dos operadores constituye un hecho, a. la luz del acervo probatorio, cuya relevancia probatoria depende de que aparezca acompañado de otros elementos probatorios que permitan acreditar una actuación concertada, o cualquier otra circunstancia de la cual pueda inferirse la existencia de una maniobra que tuvo por objeto o produjo como efecto, restringir la libre concurrencia.

En el presente caso, las pruebas no permiten acreditar ninguno de esos elementos, por el contrario, el análisis integral del expediente demuestra la efectiva participación de los demás operadores habilitados. En tales condiciones, el vínculo matrimonial únicamente conserva el carácter de una circunstancia contextual, insuficiente para estructurar, por sí sola o en conjunto con los restantes elementos analizados, una técnica indiciaria de manipulación del mercado.

Para esta Sala aceptar una conclusión distinta implicaría atribuir consecuencias disciplinarias a una relación de carácter personal sin que existan pruebas que demuestren que dicha circunstancia tuvo como objeto o produjo como efecto la afectación de la libre concurrencia de los demás operadores.

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

5.1.8. La existencia previa de la orden de compra.

Finalmente, el pliego indicó que la orden de compra impartida por el comitente comprador fue recibida por el investigado a las 10:17 a.m. del 21 de febrero de 2024 y desde su perspectiva, dicha circunstancia resulta relevante porque permite concluir que no existía un impedimento asociado a la recepción de la orden que justificara la imposibilidad de abrir la subasta en la hora inicialmente programada o en las horas posteriormente reprogramadas e informadas al mercado.

Al respecto, la Sala comparte el hecho consistente en que el correo electrónico mediante el cual el comitente comprador remitió la documentación relacionada con la negociación fue recibido por el investigado a las 10:17 a.m. del 21 de febrero de 2024. Sin embargo, reitera, que la valoración integral de las pruebas permite establecer que la recepción de dicho correo no puede equipararse, sin más, a la existencia de una orden plenamente conformada, validada y habilitada para su ejecución en el SEB, más aún cuando en el extracto del LEO obrante en el expediente, aparece como hora de recepción de la orden correspondiente a la operación analizada, las 10:51 a.m.

En efecto, el extracto del LEO así como el Manual del LEO vigente para la época de los hechos de la sociedad comisionista para la que actuaba el investigado y los elementos técnicos incorporados al expediente como la trazabilidad cronológica de la orden, evidenciaron que entre la recepción de la documentación remitida por el cliente y el ingreso de la postura al SEB existían una serie de actuaciones operativas y controles internos que debían agotarse previamente, relacionadas con la creación de la orden en el Libro Electrónico de Órdenes, su validación y habilitación para la ejecución de la operación. Por ello, la hora de recepción del correo electrónico no permite concluir que desde ese momento el investigado se encontraba en condiciones jurídicas y operativas de ingresar la postura inicial.

En criterio de la Sala, la recepción de la comunicación remitida por el cliente a las 10:17 a.m. constituye un elemento indiciario para examinar la oportunidad en que podía iniciarse la negociación. Aun así, dicho elemento no permite equiparar la recepción del correo con la disponibilidad inmediata de una orden susceptible de ejecución, máxime cuando según el LEO fue recibida hasta las 10:51 a.m.

Lo anterior por cuanto se reitera, el análisis de la trazabilidad de la orden y de los procedimientos internos aplicables permite establecer que ambos momentos no eran necesariamente coincidentes y que entre ellos mediaban actuaciones indispensables para su adecuada validación, creación y habilitación. En consecuencia, aunque la hora de recepción del correo debe ser valorada dentro del conjunto probatorio, carece por sí sola de suficiencia para concluir que el momento en que finalmente fue ingresada la postura inicial al SEB por parte del operador investigado, obedeció a una conducta manipulativa.

5.2. Consideraciones frente a los argumentos esgrimidos por el investigado.

La Sala considera necesario referirse a determinados argumentos expuestos por el investigado cuyo alcance no comparte en su integridad, con el propósito de que ningún aspecto relevante de la controversia permanezca sin valoración expresa. En tal sentido, este pronunciamiento tiene por finalidad delimitar las razones que sustentan la decisión y precisar que la conclusión a la que se arriba

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

no supone la aceptación de todas las tesis desarrolladas en el escrito de descargos, sino que responde a una apreciación autónoma, completa y razonada del marco jurídico aplicable y del material probatorio incorporado al expediente.

En primer lugar, la Sala no comparte el alcance que la defensa pretende atribuir a la decisión del presidente de rueda de no suspender o anular la operación. Lo anterior por cuanto las facultades atribuidas al presidente de rueda están orientadas a preservar el orden, la continuidad y el adecuado desarrollo de la negociación, mientras que la competencia del Area de Seguimiento, como órgano disciplinario, comprende el examen posterior, integral y autónomo de la conducta de los sujetos sometidos a autorregulación, a la luz del marco normativo aplicable y que no está condicionado ni supeditado al ejercicio de las facultades propias del presidente de la rueda.

Por consiguiente, se precisa que, la ausencia de una medida inmediata de suspensión, cierre forzoso o anulación **no equivale ni puede equivaler a una declaración sobre inexistencia de responsabilidad disciplinaria,** ni impide que una conducta sea examinada con posterioridad desde la perspectiva de los deberes y prohibiciones previstos en el Reglamento por parte del área competente para ello.

Tampoco resulta acertado considerar que la decisión de mantener la operación por parte del presidente de rueda, sea prueba de regularidad normativa, por cuanto la determinación adoptada por el presidente de rueda debe apreciarse conforme a sus competencias y acorde con la información disponible en ese momento, a la naturaleza de la reclamación formulada, sin extender sus efectos a asuntos que corresponden exclusivamente al Area de Seguimiento y como parte del juicio disciplinario. Una interpretación contraria conduciría a admitir que toda operación no anulada se encuentra sustraída del control disciplinario posterior, conclusión que carece de fundamento y desconoce la autonomía de las funciones asignadas a los órganos de Autorregulación de la Bolsa.

En segundo lugar, la Sala tampoco acoge la interpretación propuesta por la defensa respecto del funcionamiento del SEB, entendiendo que si bien los argumentos expuestos por el investigado, apoyados en la normativa, en los instructivos operativos y en los documentos que, a su juicio, explican la arquitectura funcional del sistema, constituyeron un insumo para el análisis de los hechos, ello no implica que la Sala deba asumir, sin mayor examen, las apreciaciones que la defensa deriva de dichos elementos.

Bajo tales consideraciones, la Sala le recuerda al investigado que corresponde a este órgano disciplinario determinar el alcance probatorio de tales documentos y establecer si, apreciados en conjunto, resultan suficientes para desvirtuar el pliego de cargos.

Lo anterior adquiere especial relevancia, pues la valoración disciplinaria no puede agotarse en verificar que una determinada actuación fuera técnicamente posible dentro del funcionamiento del sistema. En ese contexto, la posibilidad técnica de ejecutar una actuación en el SEB no se confunde con su conformidad jurídica. En consonancia con lo anterior, es importante precisar que el SEB constituye la herramienta mediante la cual se materializan las operaciones, pero su arquitectura no autoriza conductas contrarias a las normas exigibles a los operadores, en especial, el deber de abstención de

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

conductas manipulativas y el respeto por la libre concurrencia exigibles a quienes intervienen en el mercado.

Por ello, la ausencia de restricciones técnicas o alertas operativas únicamente permite establecer que el sistema recibió y procesó una determinada actuación, mas no resuelve si las circunstancias en las que esta se produjo resultan compatibles con las obligaciones reglamentarias que recaen sobre los operadores y que por tanto les son exigibles.

De igual forma, la Sala no estima procedente afirmar que, al tratarse de la única o última negociación programada para la jornada, correspondía exclusivamente a los demás operadores permanecer atentos hasta el cierre de la rueda. Lo anterior por cuanto, si bien los operadores son profesionales que conocen el funcionamiento del mercado y deben actuar con la diligencia propia de su actividad, esa circunstancia no elimina la relevancia de la información oficial difundida sobre la programación de una subasta, ni permite trasladarles de manera absoluta las consecuencias derivadas de eventuales modificaciones que no hubieren sido comunicadas mediante los mecanismos dispuestos para tal efecto. Reiterando que, la condición profesional de los participantes no releva a quienes intervienen en la negociación del cumplimiento de las reglas propias del mercado.

En tercer lugar, la Sala frente al vínculo matrimonial existente entre el investigado y la operadora que ingresó la postura de venta se remite a lo antes expuesto sobre el particular.

En cuarto lugar, la Sala considera atendible el cuestionamiento formulado por la defensa en cuanto advirtió que la percepción del mercado no podía inferirse exclusivamente a partir de la reclamación presentada por uno de los varios operadores habilitados, razón por la cual, se pronunció en el numeral 5.1.4. precedente.

En quinto lugar, esta corporación comparte parcialmente el planteamiento de la defensa, cuando señala *"En consecuencia, no es válido afirmar que el operador "debió solicitar un tercer aplazamiento" bajo la premisa de que previamente se habían realizado reprogramaciones, pues como se ha evaluado a lo largo de estas consideraciones, no quedó acreditado que tales reprogramaciones no se originaron en solicitudes del operador, y por ende no puede derivarse de ellas un supuesto conocimiento, deber o conducta exigible al investigado".*

En efecto, del solo hecho de que la negociación hubiera sido objeto de dos reprogramaciones previas no puede derivarse, a la luz del Reglamento y la operatividad del sistema, la existencia de un deber en cabeza del investigado de solicitar un nuevo aplazamiento de la subasta, según fue expuesto en el numeral 5.1.2. de la presente providencia.

No obstante, dicha conclusión no conduce a afirmar que el operador careciera de deberes frente al adecuado desarrollo de la negociación, la circunstancia de que la Sala no comparta la premisa según la cual existía una obligación específica de promover un tercer aplazamiento no excluye el análisis de los deberes de conducta que, conforme al Reglamento, recaen sobre los operadores habilitados para intervenir en el mercado. Por ello, la ausencia de un deber concreto en ese sentido no resulta, por sí sola, suficiente para descartar o afirmar la configuración de los incumplimientos investigados, razón

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

por la cual dicho aspecto también ha sido apreciado conjuntamente con las demás circunstancias acreditadas dentro del expediente.

Finalmente, la Sala tampoco comparte la afirmación del investigado, según la cual, el lapso de los 6 segundos transcurridos entre el ingreso de la postura inicial y la postura contraria permite descartar, por sí mismo, una eventual coordinación entre los operadores, por el hecho de ser superior al promedio identificado por la defensa en otras negociaciones. Al efecto se precisa que, los tiempos observados en operaciones distintas pueden constituir un elemento de referencia, pero no ofrecen, de manera aislada, una conclusión definitiva sobre la regularidad o irregularidad de una negociación particular, pues cada operación se desarrolla bajo circunstancias específicas que deben ser examinadas en su propio contexto.

En consecuencia, la rapidez del calce no demuestra por sí misma la existencia de manipulación, pero tampoco su ausencia como lo pretende hacer ver la defensa, ya que su verdadera relevancia depende de la posibilidad de relacionarla con otros hechos debidamente acreditados. Ahora, en la medida en que tales elementos no se acreditan, el intervalo temporal conserva el carácter de una circunstancia susceptible de análisis, pero carece de suficiencia autónoma para sostener cualquiera de las conclusiones propuestas por las partes.

5.3. Valoración del documento en formato Excel *"informe de operaciones celebradas en el MCP bajo subyacente de servicio de vigilancia AGOSTO 2023 – FEBRERO 2024"* aportado por la Vicepresidencia de Operaciones de la Bolsa, en el marco del decreto de pruebas.

Con el propósito de profundizar en el análisis del funcionamiento operativo del Sistema Electrónico Bursátil - SEB y verificar si las circunstancias temporales advertidas en la negociación objeto de investigación corresponden a un comportamiento excepcional o, por el contrario, se enmarcan dentro de la dinámica propia del sistema, la Sala decretó de oficio prueba documental dirigida a la Vicepresidencia de Operaciones de la Bolsa.

En desarrollo de dicho requerimiento, esa dependencia allegó un informe relacionado con las operaciones de adquisición de servicios de vigilancia celebradas en el SEB entre agosto de 2023 y el 28 de febrero de 2024, discriminando, entre otros aspectos, el tiempo correspondiente a la etapa de exposición y el lapso transcurrido entre la apertura de la negociación y la adjudicación de las operaciones, como se muestra a continuación:

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

Etapa de Exposición	No. De Lances	Producto o Subyacente
3 minutos	109	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	106	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	1	SISTEMAS DE SEGURIDAD - SISTEMA DE VIDEO VIGILANCIA - LOTE
3 minutos	42	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	53	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	55	SERVICIO DE VIGILANCIA - VIGILANCIA Y SEGURIDAD PRIVADA - LOTE
3 minutos	50	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	11	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	1	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	1	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	1	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	1	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	1	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	1	SERVICIO DE VIGILANCIA - VIGILANCIA Y SEGURIDAD PRIVADA - LOTE
3 minutos	2	SERVICIO DE VIGILANCIA - Servicio de Vigilancia y Seguridad Privada con Medios Tecnologicos - LOTE
3 minutos	1	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	2	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	2	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	1	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	1	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
3 minutos	24	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE
6.635 segundos	1	SERVICIO DE VIGILANCIA - Servicio de Vigilancia y Seguridad Privada con Medios Tecnologicos - LOTE
3.094 segundos	3	SERVICIO DE VIGILANCIA - SERVICIO DE VIGILANCIA POR MEDIOS TECNOLOGICOS - LOTE

Del análisis de la información suministrada en precedencia, se advierte que las negociaciones examinadas no responden a un comportamiento temporal uniforme, sino que presentan dinámicas operativas diversas, determinadas por las particularidades propias de cada proceso de negociación. En efecto, el informe evidencia que, mientras en la mayoría de las operaciones la etapa de exposición se desarrolló dentro del término ordinario de tres (3) minutos previsto reglamentariamente, también se registraron operaciones cuya adjudicación ocurrió pocos segundos después del ingreso de la postura inicial, sin que tal circunstancia, por sí misma, hubiera sido identificada por la Vicepresidencia de Operaciones como un comportamiento anómalo o contrario al funcionamiento del Sistema Electrónico Bursátil.

Para la Sala, esta información reviste especial importancia, no porque permita concluir que toda negociación adjudicada en pocos segundos sea necesariamente regular, sino porque evidencia que el factor estrictamente temporal carece, por sí solo, de la entidad suficiente para sustentar una inferencia de manipulación del mercado. En otras palabras, la mayor o menor rapidez con la que una operación es adjudicada constituye un dato del desarrollo de la negociación, pero únicamente adquiere relevancia disciplinaria cuando aparece acompañado de otros elementos de prueba que permitan establecer que dicha circunstancia obedeció a una actuación orientada a restringir la libre concurrencia o a favorecer indebidamente a un determinado participante.

Bajo esa perspectiva, esta corporación considera que el informe técnico presentado por la Vicepresidencia de Operaciones contribuyó a contextualizar las circunstancias temporales destacadas en el pliego de cargos y permitió concluir que la secuencia cronológica observada en la operación investigada no puede ser valorada de manera aislada ni elevarse, por sí sola, a la categoría de indicio

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

inequívoco de manipulación del mercado. Por el contrario, su apreciación debe realizarse de forma conjunta con el restante material probatorio, el cual, como quedó expuesto a lo largo del presente fallo, demuestra que en la medida en que las demás sociedades comisionistas de bolsa habilitadas, participaron en la negociación, salvo la que presentó reclamación, la conducta no afectó la libre competencia ni la participación de los restantes operadores.

5.4. Sobre el indicio como medio de prueba

A manera de precisión final y con el propósito de brindar claridad sobre el alcance de la prueba indiciaria en sede disciplinaria, esta Sala considera pertinente señalar que el indicio como medio de prueba, o incluso una pluralidad de indicios, solo adquiere la aptitud de sustentar una declaratoria de responsabilidad cuando concurren las siguientes condiciones:

(i) que el hecho indicador se encuentre plenamente acreditado y no derive de una simple sospecha, apreciación subjetiva o inferencia especulativa;
(ii) que dicho hecho guarde una relación lógica, directa y necesaria con el hecho indicado, de manera que permita, por vía de inferencia razonable, arribar a una conclusión determinada;
(iii) que los distintos indicios recaudados converjan entre sí, se refuercen mutuamente y no se contradigan, conformando una cadena inferencial coherente; y
(iv) que dicha valoración conjunta no admita, a la luz del acervo probatorio, una explicación alternativa igualmente razonable que desvirtúe la hipótesis de responsabilidad.[3]

Por el contrario, cuando los hechos indicadores, aun siendo llamativos o sugestivos, admiten explicaciones alternativas plausibles no desvirtuadas por el resto del material probatorio, como ocurrió en el caso analizado respecto de la secuencia temporal de la operación y el vínculo personal entre los operadores involucrados, dichos elementos no superan el umbral de indicio grave, preciso y concordante exigible para fundar una sanción, y permanecen en el plano de la sospecha razonable, insuficiente por sí sola para declarar la responsabilidad disciplinaria. Esta distinción resulta de particular relevancia para el mercado, en cuanto pone de presente que la disciplina bursátil no se activa frente a toda coincidencia temporal o circunstancia atípica, sino únicamente frente a aquellas conductas cuya configuración manipulativa, restrictiva de la libre concurrencia o contraria al deber de lealtad, quede debidamente acreditado.

[3] Ver. T-073/23 Expediente T-8.676.333, Acción de tutela instaurada por Luis Hernán Jaramillo Osorio en contra de la Sala de Casación Penal de la Corte Suprema de Justicia. M. P. Natalia Ángel Cabo " … *Al igual que la Corte Constitucional, la Sala Penal de la Corte Suprema de Justicia ha señalado que para la construcción de un indicio, se deben observar tres elementos indispensables: (i) debe existir un hecho indicador debidamente probado, (ii) un juicio de raciocinio explícito que consiste en la aplicación de una máxima de la experiencia, principio de la lógica o postulado científico que le otorga fuerza probatoria al indicio y conectan el hecho indicador con el hecho indicado; y (iii) un hecho indicado o conclusión, que es la consecuencia extraída de la aplicación de esa máxima, principio o postulado al hecho indicador.*"

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.

www.bolsamercantil.com.co

5.5. Conclusiones de la Sala.

Con fundamento en los análisis presentados, para la Sala no es posible inferir una conclusión de responsabilidad disciplinaria a partir de apreciaciones que, aunque pueden justificar la apertura del debate disciplinario, no alcanzan a tener la eficacia probatoria para tener por acreditada una conducta manipulativa del mercado.

En ese sentido, esta instancia no desconoce que los hechos analizados presentan circunstancias que ameritan un examen riguroso, especialmente por la hora en que fue ingresada la postura inicial y la posterior adjudicación de la operación. Sin embargo, una cosa es que tales elementos resulten relevantes para adelantar la investigación y otra, sustancialmente distinta, que permitan demostrar, que el investigado desplegó un comportamiento que tuvo por objeto o produjo como efecto una conducta manipulativa consistente en obstaculizar la libre concurrencia o interferir en la participación de otros operadores habilitados para intervenir en la subasta.

Precisamente, la Sala debe encontrar que los elementos probatorios permitan demostrar la existencia de la conducta manipulativa, bajo la modalidad imputada, lo cual no se satisface con la identificación de una secuencia temporal, ni con la existencia de un vínculo personal entre operadores, ni con hipótesis derivadas del funcionamiento del SEB, cuando tales elementos no se encuentran acompañados de otras pruebas o de indicios que, valorados en conjunto y no desvirtuados por los demás elementos probatorios obrantes en el expediente, permitan concluir que el investigado incurrió en la infracción imputada.

En particular, se reitera que las comunicaciones allegadas por los demás participantes y los elementos de prueba recaudados no permiten establecer, que la actuación del investigado generó una exclusión u obstaculización de otros operadores, ni que estos hubieran sido privados de participar como consecuencia de una actuar ilegítimo en el sistema por parte del investigado.

Para la Sala, la valoración indiciaria exige que los hechos indicadores sean concurrentes, convergentes y concordantes,[4] y que su apreciación conjunta permita arribar a una conclusión inequívoca sobre la existencia de la conducta reprochada. En el presente caso, los elementos invocados por el Área de Seguimiento no alcanzan ese estándar, en la medida en que no permiten inferir la obstrucción o interferencia para la participación de los demás operadores habilitados.

En ese sentido, esta Sala considera que las circunstancias destacadas en el pliego de cargos no podían ser apreciadas de manera aislada ni magnificarse por su sola apariencia de irregularidad. Sobre esa base, la inferencia disciplinaria requería demostrar que el comportamiento del investigado tuvo por objeto o efecto obstaculizar la libre concurrencia o interferir en las ofertas de otros participantes, y no simplemente que la negociación se desarrolló en una secuencia temporal atípica o bajo condiciones

[4] Ver. T-073/23 Expediente T-8.676.333, Acción de tutela instaurada por Luis Hernán Jaramillo Osorio en contra de la Sala de Casación Penal de la Corte Suprema de Justicia. M. P. Natalia Ángel Cabo *"Dichos precedentes, exigen que, al realizar el examen de la prueba indiciaria, el juez debe determinar con toda precisión que se tratan de hechos concurrentes, convergentes y concordantes."*

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

operativas que, si bien exigían explicación, no revelaron por sí mismas una afectación disciplinariamente sancionable a la integridad del mercado.

De igual manera, la Sala enfatiza en que el vínculo personal existente entre el investigado y la operadora que ingresó la postura contraria no podía convertirse, por sí solo, en fundamento de responsabilidad disciplinaria ya que su posible eficacia probatoria fue desvirtuada mediante la prueba documental según fue antes analizado.

Ahora bien, tal como fue formulado el pliego, el cargo de lealtad no tuvo un sustento fáctico distinto al de la obstaculización, y es por ello no puede prosperar de forma autónoma. Al respecto, esta instancia también estima necesario precisar que el deber de lealtad no puede ser utilizado como una cláusula abierta para sancionar comportamientos respecto de los cuales no se demostró, con suficiencia, una afectación concreta o jurídicamente relevante de la integridad del mercado. Lo anterior por cuanto si bien dicho deber impone a los operadores un estándar calificado de integridad, franqueza, fidelidad y objetividad, su desconocimiento debe apoyarse en hechos probados y no en inferencias que permanezcan abiertas a interpretaciones razonables distintas.

En esa misma línea, es pertinente precisar que la decisión adoptada en el presente asunto tampoco obedece a que el SEB, hubiere permitido técnicamente el desarrollo de la negociación en las condiciones en que esta se produjo, ni a que las funcionalidades propias del sistema constituyan, por sí mismas, un criterio suficiente para descartar la eventual configuración de una infracción disciplinaria. No, la exoneración que aquí se adopta encuentra sustento, exclusivamente, en que el material probatorio recaudado demostró que la conducta del investigado no obstaculizó la libre concurrencia de las demás sociedades comisionistas de bolsa habilitadas.

La Sala precisa que, en todo caso, cualquier situación futura que presente características similares, deberá ser examinada de manera autónoma, a partir de sus circunstancias particulares y del material probatorio recaudado de cada caso.

Por consiguiente, al no haberse demostrado que el investigado hubiera desplegado una actuación dirigida a restringir la participación de otros operadores, ni que su comportamiento hubiera tenido un efecto inequívoco de interferencia en la libre concurrencia de la subasta, tampoco puede afirmarse que se configuró, por esa misma vía fáctica, una vulneración del deber de lealtad previsto en el Reglamento. La unidad del comportamiento analizado impone que, al no acreditarse la base fáctica de la presunta obstaculización, tampoco pueda derivarse de ella una infracción disciplinaria autónoma al estándar de lealtad.

Por todo lo antes expuesto, la Sala concluye que no es posible sostener que el investigado hubiera incurrido en una conducta de manipulación del mercado prevista en el artículo 5.2.1.13 del Reglamento, razón por la cual, tampoco es posible sostener que hubo desconocimiento del deber de lealtad consagrado en el artículo 5.1.3.4 ibidem, como quiera que su tipificación, en los términos del pliego de cargos, radica en la misma existencia de una posible conducta manipulativa. En consecuencia, la Sala considera que no se encuentran reunidos los presupuestos necesarios para declarar

Calle 113 # 7 – 21 Torre A Piso 15
Edificio Teleport Business Park
PBX 6292529 FAX: 6292529 Ext. 165
Bogotá D.C.
www.bolsamercantil.com.co

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

disciplinariamente responsable al investigado por los hechos materia del pliego de cargos, razón por la cual se impone su exoneración.

La Sala reitera que la conclusión a la que arriba en el presente caso, no implica, en modo alguno, una postura laxa o permisiva frente a conductas que puedan comprometer la libre concurrencia, la transparencia, la integridad o la confianza del mercado. Por el contrario, esta Sala advierte que las conductas que tengan por objeto o produzcan como efecto la obstaculización de la participación de otros operadores, también debe ser examinada bajo el rigor disciplinario que caracteriza su actuar, considerando la relevancia de los intereses jurídicos tutelados por el Reglamento.

En mérito de lo expuesto, la Sala de Decisión de la Cámara Disciplinaria de la Bolsa Mercantil de Colombia,

6. Resuelve

Primero: EXONERAR de responsabilidad disciplinaria al investigado, JULIÁN ANDRÉS CARRILLO GONZÁLEZ, identificado con la cédula de ciudadanía No. 1070944109, en su calidad de persona natural vinculada a una sociedad comisionista de la Bolsa Mercantil de Colombia S.A., de los cargos imputados en el pliego 265, por las consideraciones expuestas en la parte motiva de la presente Resolución.

Segundo: Notificar al investigado y a la Jefe del Área de Seguimiento el contenido de la presente Resolución, de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento de la Bolsa, advirtiendo que contra la presente Resolución procede el recurso de apelación ante la Sala Plena de la Cámara Disciplinaria, el cual podrá interponerse dentro de los ocho (8) días hábiles siguientes a su notificación.

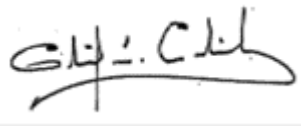
Tercero: En firme la presente Resolución, comuníquese a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Secretaría General de la Bolsa el contenido de ésta, para lo de su competencia.

Dada en Bogotá, D.C., a los ocho (8) días del mes de julio de dos mil veintiséis (2026).

Notifíquese y cúmplase,



ÁLVARO ARANGO GUTIÉRREZ
Presidente



GLORIA LUCÍA CABIELES CARO
Secretaria