



Conductas Manipulativas - Precedentes Sancionatorios



1.

Introducción

La manipulación es considerada como una de las conductas de mayor gravedad en los mercados, entre otras razones, por el impacto que puede llegar a tener en su correcto funcionamiento, así como su potencialidad de afectar simultáneamente a múltiples agentes y alterar la confianza de los inversionistas.

Por tal razón, este tipo de prácticas ha sido foco del desarrollo de las funciones misionales del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). Como ejemplo de lo anterior, en años recientes esta Corporación ha expedido documentos de investigación que describen algunas modalidades de estas conductas que han sido reconocidas en los ámbitos local e internacional, tales como spoofing, layering, colusión, quote stuffing, activación de órdenes, wash trades, parking, entre otras¹.

En lo que tiene que ver con la función disciplinaria, se ha considerado oportuno y útil resaltar algunos aspectos de las decisiones sancionatorias adoptadas en los últimos 10 años, en los procesos adelantados por AMV y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) asociados a esta conducta, con el fin de contribuir con las labores de prevención.

1. Ver guía de buenas prácticas de AMV, Capítulo VI.
<https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2022/08/Capitulo-6.pdf>



2.

Casos de manipulación sancionados en los últimos 10 años por AMV y la SFC²

En los últimos 10 años AMV y la SFC han adelantado múltiples procesos relacionados con prácticas manipulativas en el mercado de valores y divisas, que finalizaron con la imposición de sanciones a 20 participantes del mercado (incluyendo personas naturales y jurídicas).

A continuación, se relacionan los aspectos más relevantes de estos casos, identificando elementos tales como el mercado en el que se presentaron, el tipo de variable manipulada y la naturaleza del infractor, entre otros:

2. No se incluyen sanciones impuestas por el incumplimiento del ordinal v) del literal b del artículo 50 de la Ley 964 de 2005 "v) Obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre valores"

a. Manipulación del precio de una acción de baja liquidez

AMV					
Fecha última instancia	Variable afectada y objetivo del infractor	Tipo de activo	Escenario de Negociación	Tipo de infractor	Tipo de sanción
Mayo 2012	Precio (De cierre)	Acciones Baja liquidez	X-Stream (Bolsa de Valores)	Entidad Financiera	Sanción Multa \$248.450.000
	Afectar su libre formación para disminuirlo artificialmente		Subasta instrumentos no líquidos	Directivo	Suspensión 3 años y Multa \$113.340.000

Descripción del Esquema Manipulativo

Durante 13 días una entidad financiera, actuando a través de un intermediario de valores, ingresó al sistema de negociación ofertas de compra y venta sobre una acción de baja liquidez, a precios mucho más bajos que los que ofrecían los demás agentes (tanto en compra como en venta) y, de hecho, por debajo de valoración.

Las ofertas con precios en esos rangos bajos generaron la impresión equívoca en el mercado de que la acción se encontraba a la baja y que era común en varios agentes ofertar en esos rangos de precio.

La totalidad de las operaciones que se realizaron durante los 13 días analizados, se originaron en esas ofertas y por tanto determinaron el resultado del cálculo del precio de valoración.

Se determinó que el interés del infractor no era negociar la especie sino utilizar las operaciones para lograr la disminución en el precio. De hecho, en los casos en que vendió la acción, lo hizo siempre a precios inferiores a los que compró, pese a que hubo ofertas de compra a mejores precios.

Con la disminución (artificial) del precio de la acción, el infractor buscaba que el valor de los portafolios de sus competidores, los cuales tenían cantidades relevantes de la acción manipulada, disminuyera en la misma medida.

Nota: Al hacer clic en cada una de las sanciones de la columna "Tipo de sanción" se accede a la resolución de última instancia o al ATA

b. Inversionistas manipulan liquidez de una acción al aumentar el número de negociaciones

SFC					
Fecha última instancia	Variable afectada y objetivo del infractor	Tipo de activo	Escenario de Negociación	Tipo de infractor	Tipo de sanción
Mayo - Junio 2014	Liquidez (Acciones líquidas/no líquidas)	Acciones Líquidas	X-Stream (Bolsa de Valores)	Inversionista	Multa \$200.000.000³
	Manipularla para lograr su aumento artificial		Mercado abierto y subasta de cierre	Entidad Inversionista	Multa \$70.000.000⁴
				Entidad Inversionista	Multa \$179.298.018 e Inhabilidad⁵

Descripción del Esquema Manipulativo

Durante 243 días, 4 inversionistas ordenaron a una entidad financiera ejecutar operaciones por pequeñas cantidades de una misma especie, con el objetivo de que en cada una de estas jornadas se ejecutara por lo menos una operación y, de esta forma, se incrementara la medición de la frecuencia de negociación de la especie.

Esto era importante para los inversionistas porque, a través de la celebración de operaciones repo sobre la especie, estaban obteniendo recursos en el mercado, y la medición de frecuencia era una de las variables que la Bolsa de Valores tenía en cuenta para clasificar la liquidez de la acción, la cual, a su vez era determinante para permitir la ejecución de este tipo de operaciones (sólo se podían ejecutar operaciones repo sobre acciones clasificadas como líquidas).

Las operaciones realizadas por los inversionistas tenían entonces como propósito real aumentar la liquidez y por esa razón optaron por adquirirlas en cantidades muy pequeñas durante varios días, lo que pudieron hacer de manera más eficiente en mayores cantidades y en un periodo de tiempo inferior.

En varias de las jornadas investigadas, las operaciones realizadas por los infractores fueron las únicas del mercado, lo que permitió establecer que, en gran medida, el aumento de la liquidez fue producto del actuar de los inversionistas sancionados.

3. Primera Instancia: Resolución 2270 de 2013. Segunda Instancia: Resolución 767 de 2014.
 4. Primera Instancia: Resolución 169 de 2014. Segunda Instancia: Resolución 765 de 2014.
 5. Primera Instancia: Resolución 144 de 2014. Segunda Instancia: Resolución 907 de 2014

c. Inversionistas manipulan el precio de una acción para vender su participación con utilidad

SFC					
Fecha última instancia	Variable afectada y objetivo del infractor	Tipo de activo	Escenario de Negociación	Tipo de infractor	Tipo de sanción
Mayo 2014 – Octubre 2015	Precio (De cierre) Afectar su libre formación para aumentarlo artificialmente	Acciones Líquidas	X-Stream (Bolsa de Valores) Mercado abierto y subasta de cierre	Entidad Inversionista	Multa \$300.000.000⁶
				Inversionista	Multa \$100.000.000 e Inhabilidad 2 años⁷
				Entidad Inversionista	Multa \$250.000.000⁸
				Inversionista	Multa \$173.452.673 e Inhabilidad 5 años⁹

Descripción del Esquema Manipulativo

Durante un año, un grupo de inversionistas vinculados entre si realizó a través de una entidad financiera compras y ventas de una acción a precios más altos a los negociados en las jornadas anteriores y en volúmenes significativos.

La intervención de este grupo de inversionistas en la negociación de la acción fue de tal magnitud que, respecto de gran parte de las operaciones celebradas en el mercado, tales inversionistas actuaban tanto en la punta de venta como en la de compra.

El incremento en el precio no se consideró natural sino artificial toda vez que: 1. La intervención del grupo de inversionistas en la negociación fue planificada y coordinada por uno de sus integrantes, buscando el aumento paulatino del precio de la acción; 2. el precio de la acción aumentó mientras el Índice General de la Bolsa de Valores bajó; 3. la valorización de la acción fue superior al 200% durante el periodo investigado; 4. no existió relación entre la información relevante del emisor y las variaciones más significativas en el precio de la acción, y; 5. el precio de la acción aumentó significativamente los días en que el grupo de inversionistas realizó operaciones de compra, es decir, el comportamiento de la especie y del grupo de inversionistas estaba sincronizado.

De esta forma, el grupo de inversionistas buscaba llevar el precio de la acción a un determinado nivel que les permitiera vender su participación con utilidad obtenida de forma irregular.

6. Primera Instancia: Resolución 42 de 2015. Segunda Instancia: Resolución 1362 de 2015

7. Primera Instancia: Resolución 1576 de 2014. Segunda Instancia: Resolución No. 1214 de 2015

8. Primera Instancia: Resolución 2231 de 2013. Segunda Instancia: Resolución No. 766 de 2014

9. Primera Instancia: Resolución 2217 de 2013. Segunda Instancia: Resolución No. 764 de 2014.

d. Operadores aparentan ofertas para aumentar el precio de una acción

AMV					
Fecha última instancia	Variable afectada y objetivo del infractor	Tipo de activo	Escenario de Negociación	Tipo de infractor	Tipo de sanción
Noviembre 2016	Precio (De cierre)	Acciones Líquidas	X-Stream (Bolsa de Valores)	Operador	Suspensión 2 años
	Aparentar ofertas para aumentarlo artificialmente		Subasta de cierre	Operador	Suspensión 6 meses
				Digitador/ Operador	Suspensión 3 meses

Descripción del Esquema Manipulativo

Spoofing: Un inversionista solicitó a 3 operadores de una entidad financiera que ingresaran en la subasta de cierre ofertas de compra sobre una acción, a precios cercanos al límite superior y por cantidades relevantes.

El inversionista no tenía interés en que esas ofertas de compra calzaran, sino en que los demás agentes al verlas interpretaran que el mercado estaba dispuesto a comprar a esos precios altos. Esto para que reaccionaran ingresando otras ofertas tratando de mejorar ese precio, es decir, que ingresaran precios más altos.

Segundos antes de finalizar la subasta, el inversionista solicitó a los operadores retirar las ofertas de compra e ingresar inmediatamente una oferta de venta. Como ya el precio había subido, logró vender a un precio más alto. La ejecución de esas operaciones tuvo gran impacto en la determinación del precio de cierre y por tanto de valoración de esa jornada.

e. Disminución artificial del precio de una divisa para activar órdenes “stop loss”

AMV					
Fecha última instancia	Variable afectada y objetivo del infractor	Tipo de activo	Escenario de Negociación	Tipo de infractor	Tipo de sanción
Diciembre 2017	Precio Afectar la libre oferta y demanda	Divisas	SET-FX (Set Icap FX)	Operador	Suspensión 3 meses y Multa \$29.508.680

Descripción del Esquema Manipulativo

Activación de órdenes. En un periodo de casi 2 años, un operador pactó con operadores de otras entidades financieras, la ejecución futura de operaciones de compra y venta de divisas, las cuales estaban condicionadas a que el precio de la divisa alcanzara cierto nivel (órdenes stop loss). Es decir, las operaciones sólo se ejecutarían si se presentaban otras operaciones con ese precio.

Cuando el infractor advertía que era conveniente que se ejecutara la operación sujeta a condición, celebraba operaciones usando el precio que activaría esas órdenes, aun cuando resultaban diferentes a los mejores disponibles en el mercado, comprando más caro, en unos casos, y vendiendo más barato, en otros (afectación libre oferta y demanda).

La forma de operar del infractor le reportó utilidad por cuanto las operaciones que realizó para alcanzar el precio que activaría las órdenes stop loss, siempre se ejecutaron por montos inferiores a las operaciones producto de la activación de tales órdenes.

De esta forma, y a modo ilustrativo, si el infractor compraba 100.000 USD a un precio alto de \$3.500 pesos, activaba una orden stop loss producto de la cual aquel vendía a su contraparte 500.000 USD a ese mismo precio, con lo que compensaba la pérdida de la primera operación y obtenía una utilidad.

f. Operador aparenta ofertas para aumentar o disminuir de forma artificial el precio de bonos de deuda pública

AMV					
Fecha última instancia	Variable afectada y objetivo del infractor	Tipo de activo	Escenario de Negociación	Tipo de infractor	Tipo de sanción
Enero 2020	Precio Aparentar ofertas y demandas para aumentarlo o disminuirlo artificialmente	Bonos Deuda Pública	SEN (Banrep) Rueda CONH	Operador	Suspensión 18 meses

Descripción del Esquema Manipulativo

Spoofting. Durante 18 jornadas de negociación, un operador de la cuenta propia de una entidad financiera ingresó una gran cantidad de ofertas de compra y de venta de bonos de deuda pública.

Sin embargo, el operador no tenía interés en que esas ofertas se calzaran, sino en que los demás agentes reaccionaran ingresando ofertas de compra a precios altos (tasas bajas), u ofertas de venta a precios bajos (tasas altas), lo que llevaría al aumento o disminución artificial del precio, respectivamente, como en efecto sucedió.

Una vez el infractor lograba el efecto deseado, eliminaba masivamente las ofertas ingresadas y, de manera simultánea o máximo 2 segundos después, ingresaba una oferta en la punta contraria que lograba calzar con las ofertas de los operadores que reaccionaron, lo cual le permitió vender a precios altos o comprar a precios bajos, respectivamente, generando una utilidad irregular para la entidad financiera.

g. Operador aparenta ofertas para aumentar o disminuir de forma artificial el precio de bonos de deuda pública

AMV					
Fecha última instancia	Variable afectada y objetivo del infractor	Tipo de activo	Escenario de Negociación	Tipo de infractor	Tipo de sanción
Septiembre 2020	Precio Aparentar ofertas y demandas para aumentarlo o disminuirlo artificialmente	Bonos Deuda Pública	SEN (Banrep) Rueda CONH	Operador	Suspensión 29 meses y Multa \$30.723.070

Descripción del Esquema Manipulativo

Spoofting. Durante 9 meses, aproximadamente, un operador de la cuenta propia de una entidad financiera ingresó una gran cantidad de ofertas de compra y de venta de bonos de deuda pública.

Sin embargo, el operador no tenía interés en que esas ofertas se calzaran, sino en que los demás agentes reaccionaran ingresando ofertas de compra a precios más altos (tasas bajas), u ofertas de venta a precios bajos (tasas altas), lo que llevaría al aumento o disminución (artificial) del precio, como en efecto sucedió.

Una vez el infractor lograba el efecto deseado, eliminaba masivamente las ofertas ingresadas y, de manera simultánea o máximo 2 segundos después, ingresaba una oferta en la punta contraria que lograba calzar con las ofertas de los operadores que reaccionaron, lo cual le permitió vender a precios altos o comprar a precios bajos, generando una utilidad irregular para la entidad financiera.

h. Manipulación del precio de acciones al cierre de la subasta

AMV					
Fecha última instancia	Variable afectada y objetivo del infractor	Tipo de activo	Escenario de Negociación	Tipo de infractor	Tipo de sanción
Mayo 2022	Precio Afectar la libre formación para aumentarlo artificialmente	Acciones Líquidas	X-Stream (Bolsa de Valores) Subastas de cierre y volatilidad	Entidad Financiera	Amonestación y Multa \$160.000.000
				Operador	Suspensión 9 meses y Multa \$70.000.000
				Operador	Suspensión 6 meses y Multa \$50.000.000

Descripción del Esquema Manipulativo

Marking the close. Durante 7 jornadas de negociación, 2 operadores de una entidad financiera, a través de dos intermediarios de valores, ingresaron ofertas de compra sobre 3 especies, en los últimos segundos de las subastas de cierre y de volatilidad, a precios altos y por cantidades relevantes.

Por la forma en que operaba la metodología usada por el administrador del sistema de negociación para calzar las operaciones en la subasta, esa mecánica generaba un aumento súbito del precio que se iba calculando. Al presentarse la subida del precio calculado durante la subasta, los demás participantes se vieron limitados para reaccionar y corregir el precio debido a los escasos segundos que restaban para la finalización de la subasta (afectación libre formación).

De esta forma, durante cada uno de los 7 días que duró la conducta, el precio de las 3 especies reportó aumentos significativos al final de las jornadas de negociación, lo que permitió a los infractores alcanzar un aumento acumulado que no hubiera sido posible en una sola jornada de negociación.

Resulta relevante señalar que el precio al que finaliza la subasta de cierre en cada jornada corresponde al “precio de cierre” que a su vez determina el precio de valoración de la acción, lo que implica que quienes posean acciones de las especies cuyo precio cierra al alza, ven este efecto reflejado en el aumento de la valoración de su portafolio.

Precisamente, la intención de los 2 operadores con el aumento del precio de las 3 especies fue incrementar el valor de portafolios que tenían participación en esas acciones y así mejorar el desempeño de los mismos frente a sus competidores.

i. Manipulación del precio de títulos de renta fija para mejorar la valoración de algunos portafolios

AMV					
Fecha última instancia	Variable afectada y objetivo del infractor	Tipo de activo	Escenario de Negociación	Tipo de infractor	Tipo de sanción
Agosto 2022	Precio Afectar la libre formación para aumentarlo artificialmente	CDT Bonos	OTC (Mercado Mostrador)	Operador	Suspensión 12 meses y Multa \$75.000.000
			Sistema Registro Rueda TRD (Bolsa de Valores)	Operador	Suspensión 3 meses

Descripción del Esquema Manipulativo

Durante 4 días consecutivos, 2 operadores de una entidad financiera celebraron 85 operaciones de compra sobre títulos de deuda privada en el mercado mostrador, todas a precios por encima de valoración del día anterior (tasas más bajas), que en la mayoría de los casos correspondieron a los precios más altos (tasas más bajas) de las respectivas jornadas de negociación.

Adicionalmente, para asegurar que la mayoría de las operaciones de la jornada se hicieran a precios que contribuirían al aumento del precio de valoración, exigieron a sus contrapartes abstenerse de buscar en el mercado los títulos que posteriormente les comprarían a precios más bajos de los que ellos mismo definieron, imponiéndoles un límite a la diferencia que se podría presentar entre ese precio (al que compraría la contraparte a otro agentes) y el precio al que después comprarían los infractores.

Por la forma en que uno de los proveedores de precios del mercado calcula los precios de valoración de los títulos de deuda privada, el volumen de las operaciones ejecutadas por los infractores y el porcentaje que representaron del total de negociaciones en cada una de las 4 jornadas investigadas, fue determinante para la definición de esos precios de valoración.

Se debe resaltar que el aumento de los precios de valoración de los títulos de deuda privada implicaba que quienes poseían estos títulos (como era el caso de un fondo administrado por la entidad financiera), veían este efecto reflejado en el aumento de la valoración de sus portafolios.

Precisamente, la intención de los 2 operadores con el aumento del precio de los títulos de deuda privada negociados, fue la de incrementar el valor de portafolios que tenían participación en dichos títulos y así mejorar el desempeño de los mismos, logrando, adicionalmente, cumplir límites normativos de rentabilidad en algunos casos.

3.

Aspectos para destacar de los fallos

A partir del estudio de los casos anteriormente relacionados se pueden extraer diversas conclusiones que resultan útiles para el diseño de mecanismos de prevención y control, así como para la valoración de posibles alertas al interior de las entidades financieras:

- Las modalidades empleadas por los infractores para manipular el mercado resultan cada vez más complejas, razón por la cual es importante la revisión periódica de la eficiencia de los mecanismos de control de este tipo de prácticas.
- En la mayoría de los casos la infracción se presentó con ocasión de la intervención del infractor en diferentes jornadas o sesiones de negociación. Esta situación impone la necesidad de analizar los hechos de manera integral, considerando las características particulares de la manera de operar de los investigados.

Así las cosas, cuando los órganos de control adviertan posibles señales de alerta en la forma de operar de un agente, se sugiere verificar si se trata de un patrón común en diversas jornadas pues, en ese escenario, tal y como ha señalado el Tribunal Disciplinario de AMV, resultaría inapropiado abordar el estudio de cada evento de manera aislada e individual, sin considerar las características comunes que puedan presentar.

- Los casos sancionados se han presentado en diferentes escenarios de negociación; en algunos de ellos, sacando provecho del conocimiento que el infractor tenía de su funcionamiento y del comportamiento de las variables que, de lograr afectar, tendrían mayor impacto para alcanzar el objetivo propuesto. En varias de estas ocasiones el infractor se excusó en que la asignación final de las operaciones se hizo de acuerdo con las condiciones definidas por el sistema y de acuerdo con sus reglas de operación.

Por tal razón, el Tribunal Disciplinario ha reconocido que ningún sistema de negociación es inmune a las conductas manipulativas y, por ende, al margen del nivel de sofisticación y seguridad que tenga, es posible que los infractores desarrollen esquemas a partir de los cuales puedan manipular el precio o la liquidez de los valores transados.

En palabras del Tribunal Disciplinario de AMV, la utilización de los sistemas transaccionales para el desarrollo de operaciones no reviste de regularidad a una conducta que no la tenga por sí misma, ni legitima una determinada conducta que, por sus propias condiciones y características se aparte la ley. La garantía de indemnidad del mercado se satisface con la correcta operación de los sistemas por parte de los agentes y no por la mera existencia del sistema.

- En varios casos se advirtió que los operadores que participaron de manera consciente en la conducta no obtuvieron un beneficio económico directo o cuantificable. En algunos casos se comprobó que el propósito del infractor estuvo orientado a favorecer a una entidad financiera o a un inversionista. Es importante, en tal sentido, tener en cuenta que no es necesario que exista o que se pruebe un beneficio económico para el infractor para que se declare su responsabilidad.
- Los casos analizados ponen en evidencia que las conductas manipulativas se pueden presentar independientemente de las características del valor, tales como su mayor o menor liquidez.
- Si bien en la mayoría de los casos se comprobó que el infractor logró el objetivo propuesto, la doctrina de AMV y de la SFC han reconocido que la conducta puede presentarse, y por tanto resultar sancionable, incluso si el infractor no logra el efecto deseado de manipular el precio o la liquidez. En otras palabras, la demostración de la intención de manipular es suficiente para sancionar.
- Se ha descartado el efecto manipulativo cuando los movimientos del mercado resultan razonables en atención a información relevante publicada por el emisor, o cuando el comportamiento del investigado corresponde con el desplegado por otros agentes, lo que no obsta para que se pueda sancionar si se demuestra la intención manipulativa.
- Para determinar si la entidad financiera a la que se encuentra vinculado el profesional que incurra en una práctica manipulativa, también es responsable por la conducta, se tienen en cuenta aspectos tales como: el cumplimiento y funcionamiento de las políticas y controles sobre las operaciones; la posible participación de directivos en los hechos; la ausencia o no de ocultamiento de la conducta; la reacción institucional, incluyendo las medidas adoptadas por la entidad al conocer de la ocurrencia de la conducta, y la forma en que haya atendido los requerimientos de la autoridad durante los procesos de indagación o investigación correspondientes.

En algunos casos, en los procesos de investigación se advirtió que las operaciones que dieron origen a las sanciones generaron alertas en los sistemas de monitoreo de las entidades, las cuales fueron posteriormente descartadas sin que se encontrara evidencia del soporte a partir del cual se adoptó tal decisión.

- En razón a su gravedad, la conducta de manipulación ha sido duramente castigada pues en la mayoría de los casos las sanciones impuestas han sido suspensión (o inhabilidad) y multa.

- El hecho de que los precios ofrecidos o demandados por el manipulador no correspondan con los más altos o bajos de las jornadas de negociación respectivas, no desvirtúa, por sí sólo, que aquel haya incurrido en una conducta manipulativa.

Sin perjuicio de lo anterior, corresponde a los órganos de control de las entidades financieras asegurarse de que, en el evento de advertir alertas asociadas a estos factores, los análisis que realicen resulten pertinentes y técnicamente adecuados para asegurar la razonabilidad y legalidad de la conducta. De igual manera, es necesario que tales análisis se mantengan debidamente documentados.

- En varios casos sancionados, algunos de los efectos de la conducta fueron percibidos como inusuales por otros participantes del mercado que pusieron de presente sus inquietudes a las autoridades e incluso, en algunos casos, a los directivos de ciertas entidades. La información suministrada por estos agentes tuvo gran valor en los procesos de investigación al interior de las entidades financieras como en relación con los procesos adelantados por AMV. Adicionalmente, el Tribunal Disciplinario ha valorado en estos casos, entre otros aspectos, si la forma en que operaban los posibles infractores resultaba usual entre sus pares.
- Los operadores de las entidades financieras tienen la obligación de abstenerse de operar a partir de órdenes que tengan por intención manipular el mercado, so pena de ser sancionados al igual que el manipulador. Así las cosas, corresponde a cada operador en virtud de su condición de profesional del mercado, valorar, cuando resulte pertinente, las instrucciones que reciban para operar en el mercado.

En tal sentido el Tribunal Disciplinario de AMV ha precisado que el profesionalismo y experiencia que deben caracterizar a los agentes del mercado, les impone el deber de abstenerse de participar, de cualquier forma, o coadyuvar con transacciones u otros actos que no correspondan estrictamente con las reglas del mercado, aun cuando sea un tercero quien haya diseñado o concebido la estrategia manipulativa.