

2010

El Descubrimiento de precios en el Mercado de Valores



La eficiencia del mercado en el proceso de descubrimiento de precios no es un propósito altruista para dotar al mercado de estándares morales, sino una condición para que el mercado de valores se desarrolle y cumpla su función social de asignación de recursos.

TABLA DE CONTENIDO

Contenido

1.	ASPECTOS GENERALES	4
1.1.	Antecedentes y Propósito del Estudio	4
1.2.	El rol del mercado de valores, el concepto de descubrimiento de precios y la información	6
1.2.1.	Una primera clasificación: productos intermediados y no intermediados	6
1.2.2.	Valores de deuda y valores representativos de participación	8
1.2.3.	Importancia del proceso de descubrimiento de precios	9
1.2.4.	Asimetría de la Información	15
1.2.5.	El precio equitativo (justo) de intercambio	17
2.	CONDUCTAS QUE AFECTAN LA FORMACIÓN DE PRECIOS – LA MANIPULACIÓN	19
2.1.	Por qué regular las conductas manipulativas	20
2.2.	Concepto de Manipulación	20
2.3.	Elementos de la conducta	21
2.3.1.	La divulgación de información falsa o engañosa	22
2.3.2.	La utilización de mecanismos para distorsionar el mercado	22
2.3.3.	La intención	23
2.3.4.	El resultado	27
2.4.	Aproximación normativa	29
2.5.	Aspectos de supervisión	30
2.6.	Prácticas aceptadas por el mercado	31
2.7.	Razones legítimas	32

2.8.	La Manipulación en el régimen legal extranjero.	33
2.8.1.	Unión Europea	33
2.8.2.	Reino Unido - FSA	37
2.8.3.	Brasil - CNV	38
2.9.	La manipulación en el régimen legal colombiano	39
2.9.1.	La Ley del Mercado de Valores	39
2.10.	Tipología de conductas analizada con la industria	42
2.10.1.	Conductas consideradas como manipulativas o que afectan indebidamente el proceso de formación de precios	43
2.10.2.	Conductas que <i>per se</i> no afectan la formación de precios	50
2.10.3.	Conductas que no afectan la formación de precio pero que pueden llegar a ser consideradas como malas prácticas de mercado.	57
3.	OTRAS CONDUCTAS QUE PUEDEN AFECTAR LA FORMACIÓN DE LOS PRECIOS	58
3.1.	El “síndrome del dedo gordo”.	59
3.2.	Operaciones no representativas del mercado	60
3.3.	De las operaciones para transferir recursos	60
3.4.	De las operaciones para realizar una gestión de planeación tributaria.	61

1. ASPECTOS GENERALES

1.1. Antecedentes y Propósito del Estudio

Este documento hace parte de una serie de estudios relacionados con el proceso de descubrimiento de precios en el mercado de valores y los abusos de mercado. Su objetivo es lograr una mejor comprensión de aquellas prácticas que afectan la formación eficiente y transparente de precios, y por consiguiente, lesionan la confianza de los inversionistas.

La regulación internacional ha identificado algunas prácticas de abuso de mercado, las cuales “se producen cuando un inversor o participante en el mercado se ve desfavorecido directa o indirectamente por otros participantes que han usado información en su favor que no está disponible públicamente (información privilegiada), han creado una impresión falsa y engañosa, o han llevado a cabo actividades que distorsionan la formación de precios en el mercado (manipulación de mercado)”¹. La principal característica de estas conductas es que “en ambos casos, unos inversionistas están en desventaja respecto a otros inversionistas”².

“Estas prácticas deterioran la confianza de los participantes sobre la integridad del mercado y tienen un coste económico, dado que la pérdida de confianza de los inversores se traduce en un incremento del coste de financiación de las empresas a través de los mercados”³.

La regulación en esta materia implica un gran reto, debido a la dificultad de establecer los criterios para definir las prácticas de mercado que deberían estar prohibidas, a fin de proteger el legítimo proceso de descubrimiento de precios, y aquellas que deberían ser permitidas para garantizar el funcionamiento eficiente y dinámico del mercado.

Para precisar e identificar estas prácticas, AMV adelantó este estudio, el cual evalúa la experiencia regulatoria en otros países, considerando la realidad y características del mercado de valores colombiano.

1 Baena Tovar, Nuria. La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos. Dirección de Estudios Comisión Nacional del Mercado de Valores. Monografías No 1. 2002. Diciembre 2002. p 9

2 Traducción de: IOSCO. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Investigating and Prosecuting Market Manipulation. Mayo 2000

3 Baena Tovar, Nuria. Op Cit. p.9

Este proyecto contó con la asesoría de consultores especializados en el tema y en su desarrollo se realizaron estudios comparados. Adicionalmente, se consultó la opinión de la industria y de los profesionales que monitorean el mercado. Por otro lado, se realizaron diferentes visitas de trabajo a las entidades miembros, a partir de las cuales se establecieron unas conductas que por su relevancia para la funcionalidad del negocio y la dinámica del mercado local podrían ser consideradas como prácticas aceptadas.

En el mes de marzo de 2009, AMV publicó un proyecto de regulación a través del cual se buscaba precisar el concepto de manipulación, se propuso un catalogo de conductas aceptadas y de situaciones consideradas como indebidas por su afectación al proceso de descubrimiento de precios. En atención a las discusiones adelantadas con autoridades y representantes de la industria, se consideró que en ese momento no resultaba aconsejable realizar una reforma al Reglamento de AMV sobre la materia. Esta determinación obedece a que el alcance y los elementos de la normatividad sobre el descubrimiento de precios y la manipulación son sumamente complejos y no existía un consenso sobre la necesidad e impacto de la propuesta. Por tal razón, se consideró que un avance importante para el mejor entendimiento de esta materia consistía en la publicación de este documento, y la utilización del mismo para recoger las ideas y conclusiones principales.

El presente documento relaciona las conclusiones del estudio y de las discusiones con la industria. De esta manera se ofrecen elementos que ayuden a precisar los conceptos de descubrimiento de precios, y las conductas que afectan la legitimidad de los mismos, como la manipulación y otras conductas relacionadas.

Tanto en el documento como en los anexos se incluye información que se tuvo en cuenta durante el proceso de estudio, como las tipologías utilizadas, los comentarios de la industria y otros. Se ha incluido toda esta información con el fin de que el documento se convierta en un instrumento de consulta para investigaciones posteriores sobre la materia.

El presente estudio académico busca precisar el concepto de afectación indebida a la formación de precios y de manipulación, con el objetivo de contar con un mejor entendimiento sobre las conductas indebidas en el mercado, y por ende, el documento servirá de referencia para la gestión de supervisión y disciplina de AMV. No obstante, es importante destacar que en cada caso en particular se deberán evaluar los hechos y circunstancias concretas, por parte de los órganos disciplinarios de la entidad.

Considerando la complejidad de la materia, es difícil poder asegurar que este estudio es un producto definitivo. Somos conscientes que esta es una problemática dinámica

que requiere análisis permanente. Por tal razón, consideramos que en un futuro será necesario elaborar actualizaciones del estudio, mediante las cuales se enriquezca el entendimiento de la problemática planteada, considerando nuevas situaciones y productos de mercado.

1.2. El rol del mercado de valores, el concepto de descubrimiento de precios y la información

A continuación se analiza cómo el mercado de valores es un poderoso mecanismo para la asignación eficiente de recursos, y consecuentemente, para generar bienestar en la sociedad. Para tal efecto, se estudia la manera en que se descubren o forman los precios de los activos que se transan en el mercado de valores, la importancia de la información y las distintas formas en que se puede afectar de manera irregular por las actuaciones de los participantes del mercado.

Para este ejercicio, resulta ilustrativo realizar algunas precisiones conceptuales básicas sobre la estructura e incentivos que subyacen a los diferentes modelos mediante los cuales se usan recursos de terceros.

1.2.1. Una primera clasificación: productos intermediados y no intermediados

El mercado de capitales cumple la función de canalizar los recursos del público a las empresas que los requieren para obtener recursos de financiamiento, o a otro tipo de demandantes de recursos como por ejemplo las familias. Dentro de tal mercado se encuentra el mercado intermediado y el no intermediado⁴.

El mercado de valores se considera como no intermediado, en razón a que la relación jurídica entre la empresa y el inversionista es directa. Así pues, al comprar un título de deuda por ejemplo, existe una obligación del emisor frente al tenedor del instrumento. Lo anterior contrasta con lo que ocurre en el caso de los productos intermediarios, cómo como es el caso del depósito bancario. En este último caso no existe una relación jurídica directa entre el demandante final y oferente final de recursos, como son los deudores y ahorradores, ya que existen, dos relaciones independientes a saber:

⁴ Paul Barnes "Efficiency Insider Dealing And Market Abuse" 2009

el contrato de depósito entre el ahorrador y el banco, y el contrato de crédito entre el banco y el deudor.

Es fundamental comprender la estructura de incentivos de estas dos figuras y sus diferencias. Para tal efecto, resulta necesario preguntar ¿Cuáles son las instituciones económicas, jurídicas y de mercado que en cada caso resuelven el problema conocido como el "manejo de plata de otros"⁵? o de forma más directa, ¿Qué hace que el inversionista o ahorrador tenga la suficiente confianza para entregar sus recursos difícilmente conseguidos a un tercero que podría malgastarlos o simplemente apropiarse de ellos? ¿Qué hace que un establecimiento de crédito a su vez tenga suficiente certeza para la entregar recursos a un tercero que podría incumplir su obligación contractual?

Sin querer presentar un listado exhaustivo sobre el particular, sí resulta claro que en el contexto del mercado intermediado existe una serie de instituciones e incentivos que generan confianza en la posibilidad de recuperar los recursos por parte del banco y del ahorrador. Los establecimientos de crédito fundamentan gran parte de la confianza que proyectan al público, en aspectos como el régimen de posesiones de sus administradores, la existencia de reglas sobre capital y solvencia propias de las instituciones financieras, los estándares regulatorios del Comité de Basilea en aspectos como la gestión y administración de riesgos, y la existencia de seguros de depósito.

La confianza que los deudores generan en los bancos se fundamenta en mecanismos que incentivan de manera efectiva el repago de las obligaciones, como la constitución de garantías reales (hipotecas y prendas) y la existencia de bases de datos sobre información crediticia.

Es ilustrativo notar que ninguna de las instituciones, mecanismos o incentivos descritos anteriormente para la construcción de la confianza de los deudores y de los establecimientos de crédito, se encuentran disponibles (al menos no como regla general) en el mercado de valores para los emisores. Por tal razón, es natural preguntarse cuáles son las instituciones que en el mercado de valores suplen la ausencia de estos mecanismos. Nuevamente, para poder entender la respuesta a esta pregunta resulta fundamental precisar el concepto y rol que cumple el mercado en el proceso de descubrimiento de precios.

En este contexto es procedente realizar una breve referencia a los diferentes tipos de valores y sus características.

⁵ Véase al respecto de este problema: "Other People's Money" Douglas G. Baird University of Chicago Law School. 2008

1.2.2. Valores de deuda y valores representativos de participación

Una clasificación general de los valores que resulta útil para estos efectos, es la que divide tales activos entre valores de deuda y valores representativos de participación. Las principales diferencias entre estos tipos de valores se encuentran en el tipo de obligación que asume el emisor, y consecuentemente, el alcance de los derechos de los inversionistas entre los cuales se destaca el derecho de voto. Tales diferencias también están relacionadas con la forma en que los inversionistas obtienen los retornos de la inversión.

En los valores de participación o acciones, el emisor asume la obligación general de maximizar el valor residual de la compañía. En la medida en que dicho valor se incrementa, será posible pagar retornos directos denominados dividendos. Como el desempeño del negocio no se puede medir desde un principio, los dividendos son variables e inciertos⁶. Así mismo, los derechos de participación implican que la compañía solamente tiene el deber de repagar el capital aportado o el remanente de éste, en el momento en que ésta se liquide. Tal circunstancia que es completamente incierta e incluso no deseada, dado que el propósito de los accionistas no es salir de su inversión en el contexto de una liquidación de la compañía.

Así pues, la expectativa de obtener retornos por parte de los accionistas se limita a los dividendos y a la posibilidad de poder vender las acciones a un precio mayor en el mercado secundario. Ambas alternativas son inciertas, lo cual significa que podrían no ocurrir, sin que pueda alegarse un incumplimiento por parte del emisor. Por esta razón algunos académicos han catalogado la compra de acciones como una inversión "enterrada"⁷.

Al destacar lo anterior, surge una pregunta que ha sido el punto de partida de algunos de los más importantes estudios sobre la materia en la última década: ¿Por qué razón un agente racional e informado toma la decisión de invertir en un activo "enterrado" cuyos retornos son inciertos? La respuesta a esa pregunta es compleja y tiene una estrecha relación con el concepto de gobierno corporativo. Parte importante de la

⁶Véase: Hart, Oliver. 1995. "Firms, Contracts, and Financial Structure". London: Oxford University Press. En este documento se argumenta que la razón por la que los inversionistas tienen retorno a su inversión es porque tienen poder en la estructura de la compañía.

⁷ Véase: Rafael La Porta and others "Investor Protection: Origins, Consequences, Reform" Nber Working documento Series National Bureau Of Economic Research 1999, sobre la importancia de la protección al inversionista para el desarrollo del mercado de capitales. Andrei Shleifer and Robert W. Vishny "A Survey of Corporate Governance" The Journal of Finance Vol III No2 June 1997, en este documento se argumenta que la razón por la que los inversionistas pueden confiar en un retorno a su inversión se encuentra en la estructura del gobierno corporativo de las compañías.

respuesta está también relacionada con el proceso de descubrimiento de precios, que es la materia que nos ocupa, y a la cual nos referiremos en la siguiente sección.

En relación con los instrumentos de deuda, el emisor se compromete a pagar un monto fijo sin importar cómo se desempeñe en su negocio. Las retribuciones que recibe el inversionista están determinadas desde un principio y por lo tanto serán fijas. Así pues, en la deuda, la compañía tiene el deber de repagar en un momento futuro determinado. Por regla general, quien adquiere valores de deuda no tiene derecho a participar en las decisiones de la compañía. En caso de liquidación, la deuda se pagará antes que las acciones. El título que se otorga por esta deuda es llamada, por lo general, “bono”.

El valor de los bonos dependerá de la capacidad de pago de la compañía en un futuro. Esta capacidad de pago depende de factores similares a los que afectan los precios de las acciones. Por ser la deuda un deber de la compañía y no una potestad, se considera que los bonos son menos riesgosos que las acciones, es decir que el flujo de capital que éstos le generan al inversionista tiene menor variación que el de las acciones.

A diferencia de las acciones, una acumulación de deuda puede incrementar el riesgo de quiebra de una compañía. En efecto, si un emisor deja de pagar los intereses de la deuda, los tenedores de este derecho pueden acudir a un juez a exigir su pago, o puede generarse un hecho que lleve a la liquidación de la compañía. En contraste, si una compañía no paga dividendos a sus accionistas, y esto ocurre justificadamente, éstos no tienen mecanismo alguno para exigirlos. Esta realidad ha fundamentado la expresión “el capital es una almohada y la deuda es una espada”⁸, mediante la cual se ilustra claramente la connotación estratégica, de gobierno y de riesgo que está asociado con cada uno de tales mecanismos de financiación.

1.2.3.Importancia del proceso de descubrimiento de precios

En principio, el precio de los valores está determinado por la oferta y la demanda. Esto significa que el precio es un resultado del apetito por el valor en un momento dado y la disposición de venta por parte de los tenedores del mismo. Dicho apetito y disposición están a su vez determinados por la valoración que los participantes del mercado le adjudican a un valor, al considerar toda la información disponible. Entre

8 G.Bennet Stewart III and David M. Glassman. “the Motives and Methods of Corporate Restructuring : Part II” Journal of applied Corporate Finance 1988. P 10 “(...) equity is soft, debt hard. Equity is forgiving, debt insistent. Equity is a pillow, debt a sword”

tal información se encuentran realidades internas y externas al emisor. Dentro de los factores externos se destacan las alternativas de inversión locales e internacionales, la situación macroeconómica, situaciones que puedan afectar el mercado de los servicios o productos en los que se encuentra enfocado el emisor, etc. Por su parte, entre los factores internos se encuentra el desempeño del emisor, su esquema de gobierno corporativo, los avances en el desarrollo de nuevos productos, la información financiera de la compañía, etc.

El valor al que un inversionista está dispuesto a comprar acciones de una compañía depende de cuánto dinero piensa que esta acción le representará en un futuro, esto es, cuál es el monto de los dividendos que recibirá y cuánto espera que se valore la acción hasta el momento en que la venda. Esta proyección del capital que recibirá se llama "*flujo de capital*" y dependerá de la información que se menciona en el párrafo anterior. Teniendo en cuenta que la información es sumamente compleja en razón a que proviene de diferentes fuentes, muchas de las cuales requieren adelantar análisis sofisticados, resulta imposible que un solo participante del mercado pueda contar con toda la información que puede incidir en el precio de la acción.

Sin embargo, dado que existe un nutrido número de agentes que acceden y analizan la información de mercado de manera independiente, es posible que entre todos ellos puedan tener una visión bastante completa de todos los elementos que la están afectando y pueden afectar la capacidad de la compañía de generar valor, de manera positiva o negativa⁹. Evidentemente, esta información no se transmite mediante canales de comunicación formales, sino a través de un mecanismo mucho más eficiente, que es el mercado mismo.

La información puede llevar a distintos resultados de percepciones o valoración a los diferentes inversionistas. Es así como se crea un mercado. Cuando un inversionista de acuerdo con la información a la que accede, cree que el precio de los valores está por debajo del real de la compañía, comprará los derechos. Por el contrario, si cree que el precio presente está por encima del real, venderá estos derechos. Esta diferencia en las conclusiones de los inversionistas respecto de la información genera tanto la oferta como la demanda.

Si el peso de mercado de quienes consideran que una acción está subvalorada es mayor al peso de mercado de quienes piensan que la acción está sobrevalorada, es natural que el precio de la acción suba. En caso contrario, el precio de la acción bajará. Esta dinámica llevará a un precio de equilibrio que solamente será modificado con nueva información que cambie las expectativas de los inversionistas.

⁹ El primero en hablar de esta agregación en la información fue Eugene Fama en su famoso artículo de 1970 "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2 (1970)

Si el precio de los títulos se ajusta a la nueva información rápidamente y de manera precisa, se dice que el “mercado es eficiente”¹⁰. El número de personas que transen en el mercado ayudará a su eficiencia. En los mercados eficientes existe un gran número de personas que están interesadas en transar un valor. Estas estarán atentas a la nueva información para negociar rápidamente, e incorporarla en el precio. A este tipo de mercados se les llama “mercados líquidos”. Por el contrario, si son pocas las personas interesadas en negociar el valor, las personas no están atentas en la misma medida a la nueva información, y por esto no se asimilará tan rápidamente o de forma precisa. A estos mercados se les llama “mercados ilíquidos”.

Por la rapidez con que se asimila la información en los mercados eficientes, es difícil que un inversionista se beneficie de nueva información. En efecto, si un número importante de personas están atentas a las noticias para modificar su posición frente a sus inversiones, muy pocas podrán hacerlo a tiempo para obtener una ganancia. Por el contrario, en un mercado ineficiente la posibilidad de ganancia al transar de acuerdo con nueva información sin que el mercado la haya asimilado, es mucho mayor. La posibilidad de ganancia gracias a la nueva información es una forma de especulación o arbitraje¹¹.

La posibilidad de especular o arbitrar en el mercado es una importante fuente de liquidez. Estos mecanismos pueden permitir la obtención de ganancias significativas en corto tiempo. En los mercados que se consideran ineficientes existen incentivos para que más personas entren a arbitrar, pues más personas pueden obtener ganancias de esta forma. Sin embargo, entre más personas quieran especular sobre un valor, menos

10 Sin embargo, la evidencia empírica demuestra que siempre existen factores que afectan la eficiencia de los mercados. Podemos clasificar las ineficiencias en dos clases: Las derivadas de la psicología de las personas y las derivadas de las características de la información que se revela el mercado.

Las primeras pueden generarse por distintos aspectos de la psicología humana. Una fuente de estas se genera en la tendencia de las personas a sobredimensionar las noticias. De esta forma el precio no se ajusta rápidamente a su nivel correspondiente sino que sube o baja más de lo debido dependiendo de la naturaleza de la noticia. Así mismo, el mercado de valores puede generar lo que se llama comportamiento de manada. En éste, los agentes tienden a seguir una determinada tendencia sin importar si está justificada o no. Los estudios recientes sobre este tipo de ineficiencias son extensos y variados Para propósito de nuestro estudio no nos detendremos en detalle en este tipo de ineficiencias.

Las segundas se generan porque la información que se revela al mercado no cumple con ser actualizada, completa, cierta, confiable y fácilmente accesible. Existen varias fuentes para este tipo de ineficiencias. Por un lado, como en todos los mercados, los participantes querrán explotar las ventajas derivadas de la posición que tienen. Algunos actores por la naturaleza de sus funciones tendrán una mayor información que el resto del mercado. Otros por su reputación tendrán una mayor credibilidad en la información que le revelan a este. Ambos casos pueden ser aprovechados para obtener ganancias individuales en perjuicio de los demás inversionistas. Estos incentivos son fuente de ineficiencias. De otro lado, existen otras actividades que aunque no surgen de una posición especial en el mercado afectan las cualidades de la información. Estas son, por ejemplo, aquellas en las que el precio de la transacción no refleja la valoración que cada individuo hace del título.

11 La posibilidad de arbitraje en los mercados ineficientes ha sido ampliamente estudiada especialmente por los teóricos de la Behavioral Finance quienes proponen que los mercados no son eficientes porque las personas actúan de acuerdo con su psicología, en relación a esto véase: “Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance” Andrei Shleifer (2000).

posibilidad de ganancia existe. Eventualmente esta situación llevará a que exista mayor liquidez en el mercado y la posibilidad de arbitrar sea cada vez más reducida.

De lo anterior se deduce el rol fundamental que la información representa para los mercados, ya que ella es la base sobre la cual los individuos toman decisiones en el mercado. Si la información dada a los inversionistas es actualizada, completa, cierta, confiable y fácilmente accesible, se puede decir que los inversionistas participan en un mercado equitativo en donde la toma de decisiones se rige por las mismas reglas de juego. Se espera por lo tanto, que los precios de los activos financieros reflejen esta situación.

Lo anterior significa que en un mercado eficiente un determinado inversionista no tendrá que estar pendiente de las noticias de cada una de las compañías que participan en el mercado de valores, pues el precio ya habrá incluido la información relevante. En este sentido, los precios son en sí mismos una fuente de información.

De lo señalado se desprende que en el mercado existen dos tipos de información que resulta relevante para los inversionistas. Por un lado, está la información que influye en el desempeño de la entidad, y por el otro, está la información que involucran los precios. Estas dos son caras de la misma moneda. Así pues, un precio que se ha formado en un mercado profundo en el cual existe información transparente es una fuente irremplazable de confianza para todos los participantes, pero de manera especial, para la gran masa de inversionistas que no son profesionales o sofisticados.

Anteriormente se mencionó que el proceso de formación de precios se encuentra estrechamente relacionado con la confianza que permite a los inversionistas adquirir una inversión que por su naturaleza se encuentra "enterrada". En primer lugar, la existencia de un precio de referencia le permite al inversionista conocer a cuánto estaría el mercado dispuesto a comprarle su activo. La promesa de contar con ese precio de referencia es básica para que el inversionista decida entregar sus recursos a cambio de una acción. En efecto, es difícil visualizar la posibilidad de captar recursos del público de manera masiva mediante la emisión de acciones, si a todas las incertidumbres propias de las acciones descritas en la sección anterior se le suma la no existencia de un precio de referencia que permita conocer el estado de la inversión.

Si bien el precio de referencia en sí mismo resulta fundamental, no resulta suficiente. Adicionalmente, es necesaria la promesa razonable de aumento en el valor residual de la compañía, el cual permita generar una valorización que se distribuya a través de dividendos o de un mayor valor de mercado de los instrumentos emitidos.

A su vez, construir credibilidad en relación con la promesa de creación de valor residual resultaría muy débil en ausencia de un precio de mercado. Lo anterior es

cierto en razón a que el precio de mercado es en sí mismo un mecanismo de monitoreo que genera disciplina en la administración de una compañía.

La pérdida del precio de mercado de una acción, en efecto, es algo que le debe importar a la administración, en razón a que genera un impacto directo sobre la capacidad de financiación de una compañía. Ello es así en razón a que dicho precio es el principal referente para que la empresa pueda utilizar nuevamente valores para cumplir su programa de financiación. Así, en el caso de que la acción gane valor, la compañía obtendrá más recursos cuando realice una nueva emisión, por cada unidad de participación en su capital. En sentido contrario, si el precio de mercado a los valores emitidos se ha visto reducido, será muy poco lo que reciba la compañía en contraprestación de posibles acciones por emitir, o simplemente será imposible realizar una colocación¹².

De conformidad con lo expuesto, la reducción del precio de mercado puede dejar en una situación de grave desventaja competitiva a una compañía frente a otra que tenga una historia más exitosa. En mercados altamente competitivos, dicha desventaja suele ser la diferencia entre la viabilidad del negocio o su liquidación. La expectativa de contar con un mercado que actúe como agente que disciplina a los emisores, y el hecho de que las compañías actúan de forma prolongada en el mercado y por lo tanto son jugadores de varias rondas¹³, lleva a que los inversionistas tengan la confianza de invertir en inversiones “enterradas”.

Lo anterior tiene una estrecha relación con la eficiencia en la asignación de recursos en una economía. Los recursos de la sociedad se distribuyen a través de los agentes de tal forma que se espere maximizar el beneficio de la sociedad en general. Así pues, una compañía mejor administrada y que ha implementado procesos de producción más eficientes para elaborar un producto, genera mayor valor para sus accionistas y podrá recibir más dinero del público por acción, cuando requiera acudir al mercado. Esto se traduce en que la compañía con el mejor proceso de producción será más competitiva, podrá expandirse más fácilmente y en últimas, producirá bienes menos costosos y mejores para los consumidores. La relación directa entre inversionista y la

12 En otros países las llamadas tomas hostiles juegan un papel fundamental en la disciplina de mercado. En efecto, los administradores de las empresas expuestas a este mecanismo tienen un incentivo adicional para el manejo eficiente de la compañía. Si es posible que la compañía alcance un mayor valor, bajando los costos asociados con la administración, quien cuente con la suficiente capacidad económica podrá tomar el control de la compañía y hacer eficiente su manejo, vendiendo posteriormente las acciones, las cuales reflejarán esta eficiencia. En Colombia, la concentración del capital de las compañías que supera el 50% hace imposible una toma hostil. Sobre tomas hostiles en Estados Unidos como mecanismo de disciplina para los administradores véase : William w.Bratton, “Corporate Finance”, Foundations press sixth Edition, 2008

13 En la teoría de juegos, los actores tienen un incentivo adicional para colaborar entre sí, si los escenarios se repiten. Esto ocurre porque si el juego es repetido y un participante no colabora el contendor podrá buscar una retaliación en el futuro. Véase sobre este tema “Abreu, Dilip, Prajit K. Dutta and Lones Smith, “ The folk Theorem for Repeated Games: A new Condition”, 1994, Econometrica, 64, 4 July 939-48

empresa asegura que las actividades productivas que generan mayor bienestar reciban más fácilmente los recursos del público.

Hasta ahora hemos hecho referencia en mayor profundidad la problemática de formación de precios en el mercado de Renta Variable. Por ello, es importante resaltar que en el mercado de Renta Fija la formación equitativa de precios resulta ser de vital importancia. En efecto, en el mercado de Renta Fija los títulos también son susceptibles de ser afectados por conductas indebidas, repercutiendo al mismo tiempo en la valoración de los portafolios. Los precios de mercado de los valores de renta fija son un referente del costo de capital de las empresas emisoras, motivo por el cual una inadecuada formación en los precios de sus papeles de deuda en el mercado secundario, impacta dichas empresas en su capacidad de financiación futura.

Adicionalmente, es relevante destacar que la valoración de los títulos de Renta Fija se calcula en relación con los precios de referencia de otros títulos de similar naturaleza. Así por ejemplo, los precios de referencia para la valoración de títulos del sector financiero tendrá en cuenta el desempeño de otros valores emitidos por empresas de dicho sector. Por esto, cuando se alteran artificialmente los precios de un título determinado, necesariamente se afectara la formación de los precios de los demás instrumentos de la misma clase. Esto implica que una inadecuada formación de precios de los valores de renta fija tiende a afectar no sólo al emisor de esos valores y a los inversionistas que los poseen en su portafolio, sino al conjunto de emisores con especies de características similares, con impacto en su costo de capital.

De otro lado, la afectación indebida de los títulos de renta fija también puede afectar el apetito de inversionistas institucionales y entidades vigiladas que tienen la obligación de realizar valoración a precios de mercado. Así pues, si tales jugadores perciben que el mercado de tales valores puede ser fácilmente manipulado, se reducirá el apetito para la adquisición de los mismos, y consecuentemente, la facilidad para adelantar nuevas emisiones de títulos de deuda y la liquidez del mercado en general.

Todo lo anterior sugiere una primera conclusión. **La eficiencia del mercado en el proceso de descubrimiento de precios no es un propósito altruista para dotar al mercado de estándares morales, sino una condición para que el mercado de valores se desarrolle y cumpla su función social de asignación de recursos.**

1.2.4. Asimetría de la Información

Existen incentivos en cabeza de los participantes que pueden generar fallas de mercado y afectar el interés general. A este tipo de problemas se les llama "*ineficiencias causadas por asimetría en la Información*". La regulación ha lidiado con este tipo de ineficiencias, instaurando regulaciones sobre diferentes conductas, como el uso indebido de información privilegiada y los abusos de mercado¹⁴.

La asimetría en la información es un concepto económico que se refiere a la diferencia en información que existe entre compradores y vendedores al realizar una transacción. Por lo general, el vendedor tiene mayor información que el comprador. Dado que vendedor y comprador tienen intereses diferentes, la información que el vendedor proporciona al comprador no es creíble.

Un ejemplo clásico de la literatura es el mercado de los carros usados¹⁵. En este mercado existen carros buenos (a los que se les ha dado un buen mantenimiento y un uso apropiado) y carros malos (los que tienen un mayor desgaste, mayor uso y no se les ha brindado un mantenimiento apropiado, la literatura los llama limones). Dependiendo si el carro es bueno o limón, el vendedor estará dispuesto a negociarlo a precios distintos. Si el carro es bueno, el vendedor lo apreciará más y estará dispuesto a venderlo a un mayor valor, y lo contrario ocurrirá si es un limón. El comprador de carros usados no tiene los mecanismos para distinguir entre un carro bueno o un limón. Desde luego, todos los vendedores de carros afirmarán que sus productos son buenos, y aquellos que efectivamente están en posesión de un buen carro, no tienen mecanismos para lograr que su afirmación sea *creíble*. Por consiguiente, el comprador desconfía de todos los vendedores, ya que siempre tienen el incentivo para decir que su carro es bueno. Por lo tanto, la situación lleva al mercado a fijar un precio promedio de todos los carros ofrecidos, para realizar su transacción. Ya que para los vendedores de carros buenos este precio será inferior al que están dispuestos a vender, no participarán en el mercado. En conclusión, como todos los vendedores de carros buenos habrán salido del mercado, los únicos que quedan son los limones. De allí el nombre de "*mercado de los limones*".

Este es un ejemplo ilustrativo de lo que pasa cuando las diferencias en información entre compradores y vendedores causan ineficiencias en el mercado. La falta de un mecanismo para proporcionar información creíble al mercado hace que éste termine

¹⁴ Paul Barnes "stock market efficiency, insider dealing and market abuse", 2009

¹⁵ "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism" George Akerlof. 1970, MIT Press, journal Quarterly Journal of Economics. III August

con los peores activos, o incluso que el mercado se desaparezca completamente o sea muy débil. En el caso del mercado financiero y de valores, la imposibilidad de romper el problema de los limones puede llevar a que los potenciales compradores de acciones prefieran otro tipo de inversiones.

En el caso del mercado de valores, el vendedor es el emisor y el comprador es el inversionista. El precio es la cantidad de recursos que un emisor recibe de su emisión. Si los inversionistas no pueden distinguir efectivamente los emisores malos de los buenos, éstos solamente estarán dispuestos a pagar un precio promedio de todas las emisiones. Esto significa que el precio de los títulos de los buenos emisores será descontado. Dado que el descuento perjudica a los buenos emisores, porque su financiación ahora será más costosa, éstos no estarán dispuestos a emitir títulos en el mercado y preferirán buscar otro tipo de alternativas de financiación o simplemente restringir su programa de inversiones. Por lo tanto, el mercado terminará únicamente con los malos emisores.

Lo anterior demuestra la importancia de divulgar información *creíble* al mercado. El hecho de que los emisores actúen a través de intermediarios para el ofrecimiento de sus acciones en el mercado primario (colocadores) permite solucionar en parte este problema¹⁶. La reputación de los intermediarios actúa como el mecanismo que permite dar confianza a los inversionistas sobre una determinada emisión. En efecto, si un intermediario patrocina una mala emisión, el mercado le cobrará tal circunstancia posteriormente, cuando intente patrocinar otra. El hecho de que esté en juego la reputación de los intermediarios hace que el comprador tenga una mayor confianza en la información que se le brinde¹⁷.

El círculo se cierra con el rol de descubrimiento de precios en el mercado secundario. La razonabilidad del precio al cual se coloca una acción en el mercado primario enfrenta diferentes jueces. En un primer lugar, está el éxito mismo de la emisión, con lo cual se hace referencia a que el precio ofrecido por el valor tenga la capacidad de generar el apetito suficiente para que la demanda de la emisión haya excedido la expectativa mínima del emisor. No obstante, es posible que el mercado se equivoque en este momento y se haya volcado sobre una emisión costosa. Por ello, una siguiente prueba de la razonabilidad del precio se encuentra en el desempeño del precio de la acción en el mercado secundario. En caso de que dicho valor de referencia tienda a disminuir, quedará evidenciado que para el mercado y con la información disponible el precio del mercado primario resultó ser excesivamente alto. Tal circunstancia tiene repercusiones comerciales sobre el emisor y sus intermediarios. Ese tipo de

¹⁶ Bernard S Black, " The Legal And Institutional Preconditions for Strong Securities Market", 2009, Gower

¹⁷ Ibidem

consecuencias negativas *ex post* resultan ser una piedra angular para prevenir la existencia de procesos de emisión que no resulten razonables para el mercado, y especialmente, para los inversionistas no conocedores.

De lo anterior se desprende que el adecuado proceso de descubrimiento de precios en el mercado secundario también resulta ser una piedra angular de la construcción de confianza de los inversionistas en el mercado primario. Igualmente, tal mecanismo es crítico para solucionar el “problema de los limones”, que como se ha visto, es uno de los factores que destruye la posibilidad de contar con mercados desarrollados. En últimas, se reitera que la adecuada formación de precios en el mercado es absolutamente fundamental para el fortalecimiento y desarrollo de los mercados. Sin duda, una gran parte de la respuesta al tradicional reto del desarrollo de mercado y de contar con más emisores se encuentra en la legitimidad de los mercados.

1.2.5.El precio equitativo (justo) de intercambio

Como se mencionó, los mercados financieros juegan un rol muy importante en la asignación eficiente del capital y son un mecanismo en la distribución de la riqueza.¹⁸ Sin embargo, existen prácticas que impiden la formación de mercados equitativos, eficientes y transparentes.

Es necesario que el mercado elimine elementos, prácticas o fenómenos que alteren irregularmente el precio de los activos financieros, o que reflejen precios artificiales. En otras palabras, se debe asegurar que los agentes confíen en los precios del mercado. En los mercados en los cuales existe algún tipo de abuso los inversionistas resulten engañados, ya que lo que pagan no corresponde al verdadero valor del activo que adquieren.¹⁹

Un mercado es eficiente cuando los precios son equitativos, esto es, cuando reflejan toda la información disponible y el verdadero valor de la respectiva especie. Existe un aspecto sobre el cual no se ha hecho referencia y es la legitimidad de los precios como referentes de mercado. La cuestión puede formularse de la siguiente manera: ¿Cómo los mercados llegan a un precio equitativo de intercambio?

Los mercados forman precios equitativos de intercambio que son referentes legítimos para el mercado en la medida que las operaciones que sean tenidas en cuenta correspondan a intercambios *naturales* de mercado. Un intercambio natural de

¹⁸ The mechanics and regulation of market abuse. A legal and economic analysis. Emiliós Avgouleas. 2005

¹⁹ Jonathan Clarke, Tomas Jandik, Gershon Mandelker «The Efficient Markets Hypothesis» <http://www.e-m-h.org/CIJM.pdf>

mercado ocurre cuando dos partes que están persiguiendo sus propios intereses realizan una negociación para resolver la tensión que se genera entre la posición compradora y la vendedora. La tensión a la que se hace referencia es aquella en la cual el vendedor busca vender lo más caro posible y el comprador busca comprar al menor precio posible. Cuando dicha tensión se rompe mediante la aceptación mutua de un precio al cual se encuentran dispuestas las partes a comprar y a vender, teniendo en cuenta las consideraciones propias de un comprador o vendedor del mercado, se dice que hay una operación que puede ser tenida en cuenta para la formación de un precio legítimo de referencia.

Los intercambios naturales de mercado pueden no existir por diferentes razones. Una de ellas es el rompimiento del principio de distancia comercial²⁰, que caracteriza las relaciones comerciales. De acuerdo con el principio citado, para llegar a un precio justo las partes en una transacción deben ser independientes y estar en igualdad de condiciones.

Esto quiere decir que entre las partes no debe existir una relación que les permita o los incentive a alterar el precio del activo mediante acuerdos privados. Piénsese, por ejemplo, en el caso de un padre que le vende una casa a uno de sus hijos. El padre probablemente le venderá la casa a su hijo a un precio menor al cual estaría dispuesto a venderle a un extraño. Esta transacción no es *per se* ilegal, Sin embargo, no refleja el precio real de la casa, por lo cual puede afirmarse que el precio acordado no obedece a la legítima acción de las fuerzas de la oferta y de la demanda. Por esa razón tal precio no debería ser considerado como un referente legítimo para terceros.

Piénsese una situación similar a la descrita pero en los mercados de valores y sobre una especie determinada: el resultado sería que la transacción entre las dos partes suministraría una señal equivocada al mercado. El precio así formado no representa un referente que las partes estarían dispuestas a pagar por el activo correspondiente, lo que en últimas puede afectar los precios de referencia y la valoración de una especie determinada.

En resumen, bajo el **principio distancia comercial**, el precio que le cobra una parte a otra en la negociación de un bien determinado debe ser el mismo, como si las partes no estuviesen relacionadas. En consecuencia, el vendedor venderá el bien al precio que estima que vale y el comprador la comprará al precio que estima que vale, por lo que el precio no estará "viciado" por su relación y será un precio equitativo de intercambio.

²⁰ Conocido en la literatura internacional como el "Arm's length principle".

Existen otras situaciones en las cuales se pueden realizar intercambios que no son naturales de mercado. Un ejemplo de ello son las situaciones en las cuales se realiza una compra y posteriormente una venta previamente acordada con un tercero, a un precio diferencial, con el propósito exclusivo de transferir unos recursos. Esta situación tampoco refleja lo que se conoce como una operación que se realiza de manera natural, dado que se encuentra inspirada por motivos totalmente ajenos a la racionalidad y razón de existencia de los mercados.

2. CONDUCTAS QUE AFECTAN LA FORMACIÓN DE PRECIOS – LA MANIPULACIÓN

Como se mencionó, en el mercado debe existir un proceso de formación de precios confiable.²¹ El funcionamiento eficiente del mercado puede verse afectado si se envían señales que no corresponden a la realidad, al verdadero valor de los activos.

Estas señales, o “impresiones engañosas” se crean cuando un acto o el conjunto de actos de un determinado agente generan falsas señales en torno a la demanda, la oferta, la disponibilidad del instrumento o el precio de este último²². Las distorsiones del mercado son generadas predominantemente por el uso de información privilegiada y la manipulación del mercado²³. Sin embargo, existen otras conductas que pueden alterar los precios del mercado sin que necesariamente se trate de una conducta dolosa, o que busque “engañar” a los participantes del mercado.

Estas impresiones engañosas producen un precio “artificial” que no refleja la verdadera valoración del activo por parte del mercado. Para determinar si existe una artificialidad en el precio, se debe observar la forma en que interactúan las fuerzas de la oferta y de la demanda en cada caso concreto, con el fin de evaluar si corresponden a situaciones naturales de mercado. Cuando estas fuerzas son legítimas, se entiende que el precio no es artificial. Por otro lado, cuando el precio es afectado por un factor que no es legítimo, el resultado es necesariamente un precio artificial²⁴.

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

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

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

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

2.1. Por qué regular las conductas manipulativas

La existencia de información falsa o engañosa conlleva a una reducción en la eficiencia del mercado en la medida en que las decisiones sobre la transacción de los valores no son tomadas con base en fundamentos correctos. Lo anterior, como ya se mencionó, trae consecuencias para la liquidez y desarrollo del mercado.

Se considera que los emisores de valores pueden obtener una mayor contraprestación a cambio de sus instrumentos financieros en los mercados donde no se presentan prácticas manipuladoras, en la medida en que el costo de la prima de riesgo en estos casos es menor a aquel de un mercado manipulado. Esto claramente genera un impacto en la economía y hace más difícil que las compañías participen con su capital en el mercado de valores.

El Consejo Europeo se ha pronunciado en este sentido al establecer que “los precios justos (equitativos) resultan del análisis individual de los inversionistas a partir de la información puesta al público. Cuando hay manipulación los precios del mercado se establecen a un nivel diferente, creando una ventaja económica únicamente respecto a quienes manipulan el mercado, y afectando los intereses de los demás inversionistas”²⁵.

Bajo los mismos lineamientos, los principios de IOSCO señalan que: “La equidad de los mercados está directamente relacionada con la protección a los inversionistas y en particular con la prevención de prácticas de negociación indebidas; la estructura de los mercados no debe favorecer inequitativamente a unos participantes frente a otros. La normatividad debe propender por asegurar que los inversionistas puedan acceder de manera equitativa al mercado y a la información sobre precios”.

Al establecer unos lineamientos sobre el tema se contribuye al desarrollo de un mercado más eficiente, la confianza de los inversionistas y se mitiga el riesgo sistémico.

2.2. Concepto de Manipulación

En la mayoría de las jurisdicciones, la manipulación del mercado es un tipo de fraude que crea una impresión falsa o engañosa sobre la actividad del mercado. Se enmarcan igualmente bajo esta denominación, “aquellos comportamientos de los

²⁵ http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/mobil/com281en.pdf

agentes en los que utilizan su poder de mercado para engañar a alguien en sentido amplio”²⁶.

El efecto engañoso se presenta por inducir “(...) a las personas a transar un valor o por elevar su precio a un nivel artificial”. Es decir que a través de diferentes conductas manipulativas, los agentes interfieren deliberadamente “entre el libre juego de la oferta y la demanda del mercado de valores”²⁷. La manipulación es, entonces, una “conducta intencional diseñada para engañar a los inversionistas mediante el control o afectación artificial del mercado de un valor (...)”²⁸.

Como se analizará más adelante, el elemento “intencional” de la manipulación es uno de los componentes esenciales para que una determinada conducta se pueda considerar como “manipulativa”. Si el actor no tiene la intención de engañar no incurre en una conducta manipuladora.

2.3. Elementos de la conducta

Hay tres elementos que son considerados como relevantes para precisar el concepto de manipulación del mercado: i. los mecanismos de manipulación, que no son otra cosa distinta a la acción o conducta que despliega el infractor, ii. la intención del actor de manipular iii y que la conducta más la intención del actor produzcan un resultado concreto.

No obstante, en varias jurisdicciones este tercer elemento no es esencial como consecuencia de su dificultad probatoria, razón por la cual es considerado como un agravante de la sanción, o incluso un indicio de la conducta manipulativa.

“La manipulación puede envolver una gran cantidad de técnicas para afectar la oferta o la demanda de un valor. Estas incluyen: la difusión de información falsa o errónea sobre una compañía; la limitación inapropiada del número de acciones en circulación; o el control de los precios o transacciones para crear una falsa o errónea idea de la demanda de un determinado valor”²⁹

La literatura internacional reconoce que los mecanismos de manipulación se presentan a partir de dos tipos de comportamientos que en general implican una de las siguientes conductas:

26 Ibidem. P. 10

27 Vivien Goldwasser. Stock Market Manipulation and Short Selling. (Center of Corporate Law and Securities Regulation, 1999. p. 154.

28 Esta definición se puede encontrar en: <http://www.sec.gov/answers/tmanipul.htm>

29 <http://www.sec.gov/answers/tmanipul.htm>

- ✓ La divulgación de información falsa o engañosa
- ✓ La utilización de mecanismos para distorsionar el mercado

A continuación se estudian cada una de las anteriores conductas:

2.3.1. La divulgación de información falsa o engañosa

Esta conducta ocurre cuando una persona divulga información que tiene como efecto engañar a otros participantes sobre el precio o liquidez de un determinado valor. Cuando la manipulación proviene de la difusión de información, ésta debe tener la capacidad de proporcionar indicios falsos o engañosos respecto de uno o varios valores o de su precio.

“Un elemento común de las prohibiciones relacionadas con la divulgación de información falsa o engañosa a nivel mundial tiene que ver con el hecho de que quien realiza la conducta debió saber o tenía suficientes razones para saber que la información era falsa o engañosa”³⁰. Lo anterior no es otra cosa distinta al elemento intencional que debe acompañar la conducta del actor.

De esta forma, la divulgación de información falsa o engañosa al mercado con intención de engañar a los participantes del mercado es una conducta manipulativa. Si esta intención no existe, no se considera manipulación. No obstante, pueden existir casos en que a pesar de no existir intención de manipulación, la conducta afecte el proceso de formación de precios, por lo cual podría ser sancionada por las autoridades bajo otra conducta prohibida por el ordenamiento. Algunos ejemplos de este tipo de conductas se describen en la Sección 3.

2.3.2. La utilización de mecanismos para distorsionar el mercado

Este tipo de manipulación del mercado se presenta a partir de las órdenes ingresadas o transacciones realizadas que (i) proporcionen indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda, disponibilidad, liquidez o el precio de algún valor o (ii) que conduzcan o puedan conducir el precio de uno o varios valores a un nivel anormal o artificial.

30 Vivien Goldwasser. Op Cit. p. 39

Estos mecanismos están asociados con el comportamiento de los participantes del mercado con ocasión del proceso de negociación de valores, por ejemplo cuando se registran operaciones que no corresponden a operaciones legítimamente realizadas, con el propósito de alterar irregularmente los precios de referencia. Tales mecanismos pueden utilizarse en los sistemas de negociación o de registro de valores.

2.3.3. La intención

La manipulación por esencia es la interferencia intencional a las fuerzas de la oferta y la demanda. Por ello, dicha conducta no se puede definir sin que exista el elemento de la intención, como cuando se engaña para inducir a otros a comprar o vender un determinado valor, o para crear una falsa apariencia. Lo anterior se fundamenta en el amplio reconocimiento de la manipulación como una conducta fraudulenta. Por definición, una situación fraudulenta proviene necesariamente de unas acciones orientadas específicamente a obtener un provecho indebido. No obstante, es importante reiterar que también pueden existir otras conductas que afecten el proceso de formación de precios y que deben ser objeto de sanción disciplinaria, sin que necesariamente deban ser rotuladas como conductas manipulativas.

La prueba del elemento de la intención no resulta fácil, debido a que se trata de un factor subjetivo, específicamente el estado de la mente de uno o más individuos. Determinar con certeza la existencia de tal factor subjetivo es una tarea compleja, debido a la dificultad de establecer qué motivó a un particular a negociar un determinado valor³¹.

Para la doctrina española “Probar una intención es una tarea complicada, porque las intenciones no son hechos externamente observables. Los hechos internos o estados mentales –como la intención, las creencias o las emociones- tienen unas características peculiares. (...)”³²

La conducta que exterioriza una determinada persona al realizar un acto y que resulta observable por cualquier tercero, puede ser completamente inconsistente con el pensamiento, los motivos y los objetivos de esa persona al realizar tal acto. Esto genera un interrogante ¿Cómo se puede probar que la intención de un determinado individuo al realizar un acto fue la de engañar al mercado?

31 Vivien Goldwasser. Op Cit. p. 58

32 La prueba de la intención, GONZALEZ LAGIER Daniel, <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=964175>

Los reguladores de mercados de valores son conscientes de la dificultad que representa probar las conductas manipulativas. Por esta razón, se han creado algunos mecanismos o herramientas cuyo objetivo es prevenir dichas conductas y facilitar el ejercicio probatorio y disciplinario. La intención de producir el resultado prohibido ha sido un tema recurrente en distintas jurisdicciones³³. Para sortear esta dificultad, se han adoptado mecanismos probatorios a través de los cuales se facilita la prueba del elemento subjetivo.

A continuación se analizan las diferentes opciones desarrolladas en otras jurisdicciones para sortear la dificultad probatoria mencionada.

- **La presunción.**

La presunción, es un juicio lógico que consiste en que de la ocurrencia de un hecho, establecido en la ley, se puede deducir como cierto otro hecho determinado.³⁴ Esto significa que al verificarse la ocurrencia de ciertas conductas establecidas en la ley, se presume, o mejor, se entiende que la persona realizó tal conducta con una intención determinada, la cual también está establecido en la ley. Esto hace que el investigador no esté en la obligación de probar la intención de manera directa, pues la ley la ha presumido.

Piénsese, a manera de ejemplo, que una ley establezca lo siguiente: *“cuando un inversionista actuando a través de un tercero ordene ingresar una punta en una especie, y a través de otro tercero agreda esa punta, generando una apariencia de liquidez sin que haya cambio de beneficiario y sin que el intermediario a través del cual actúa el cliente sepa que el cliente se agredió a sí mismo, se entenderá que su intención fue la de manipular la especie”*.

En este ejemplo, la ley habría establecido una conducta que se califica como manipulativa de manera directa, por lo que el investigador no tiene que probar la intención del agente.

En diversas jurisdicciones se ha intentado enmarcar como conductas manipulativas, aquellos comportamientos que engaña(n) a los participantes del mercado sobre el precio y/o el volumen en que se transa un determinado valor³⁵.

Lo anterior no significa que el acusado no pueda defenderse, pues la ley permite que éste pruebe que su intención nunca fue la que presume la ley (manipular, en este

33 Goldwasser, *Stock Market Manipulation and Short Selling*, p. 111.

34 Jairo Parra Quijano. *Manual de Derecho Probatorio* Decima cuarta edición. Librería ediciones del profesional Ltda.

35 Ministry of Economic Development. *Op Cit.* p. 35

caso).³⁶ En otras palabras: la Ley le permite al investigado demostrar que su conducta no tenía como intención la manipulación de los precios sino que se trataba de una actuación legítima aceptada por el mercado o que existía una justificación económica o jurídica determinada.

Un ejemplo de una presunción para probar la intención de manipular se puede encontrar en la Directiva de la Unión Europea sobre abuso de mercado. En esta directiva se señala que la manipulación del mercado recae sobre el comportamiento de sus autores y no en su intención u objetivo³⁷, lo que demuestra la incorporación de un régimen de presunción sobre las conductas de los agentes.

- **Los indicios**

La intención también se puede probar a través de indicios. En efecto, el investigador puede probar la ocurrencia de uno o varios hechos que indiquen que la intención de un determinado agente fue la de manipular.

De conformidad con la doctrina nacional, el indicio es un hecho del cual se infiere otro desconocido. En otras palabras, es un mecanismo en el cual se puede probar la existencia de un hecho que se desconoce, teniendo en cuenta uno o varios hechos que sí se conocen.³⁸

Existe un acto que se desea probar (la intención) pero debido a que es oculto (no se exterioriza) sólo puede ser revelado analizando otros hechos externos que rodearon la conducta. Entonces, para probar la intención hay que estudiar las circunstancias en las que se produce el acto como las condiciones objetivas de espacio, tiempo y lugar, el comportamiento de los intervinientes, las manifestaciones del actor, su personalidad y antecedentes.

Por ejemplo: supóngase que se quiere probar que un determinado agente tuvo la intención de afectar la valoración del portafolio de un competidor con el objetivo de obtener mejores resultados frente al mismo en términos de rentabilidad durante un período determinado, realizando operaciones para disminuir el precio de una especie en la que el competidor tiene una fuerte posición. ¿Cómo puede probarse en tal caso que la intención del participante era la descrita?

En relación con tales hechos, sería necesario explorar las circunstancias que rodearon la conducta:

36 Artículo 176 del Código de Procedimiento Civil.

37 Op Cit. Ministry of Economic Development. p. 15.

38 Jairo Parra Quijano. Manual de Derecho Probatorio Decima cuarta edición. Librería ediciones del profesional Ltda.

- El agente realizó operaciones poco usuales como colocar puntas a un precio muy inferior al de mercado,
- El agente realizó operaciones sobre una especie que por lo general no es negociada por éste,
- El agente realizó las operaciones en periodos cercanos a la valoración de portafolios para los intermediarios³⁹ y
- La operación afectó el precio del activo ocasionado que la valoración del portafolio del competidor resultara afectada negativamente, por lo que el agente muestra mejores resultados frente a la valoración del portafolio de su competidor.

En el ejemplo en consideración, y suponiendo que se verifican todas estas circunstancias, pareciera que el agente manipuló el precio de la especie. En relación con este evento es preciso señalar, al igual que en el caso de la presunción, que el agente tiene la posibilidad de probar que su conducta es legítima y aceptada por el mercado, o que existía una justificación económica o jurídica determinada para realizarla.

A continuación se muestra un cuadro con los elementos que establecen diferentes jurisdicciones para tipificar una conducta manipulativa⁴⁰.

Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	España	Directiva UE	Estados Unidos
<u>Indicios</u> incorrectos sobre información relevante	Difusión al público de información falsa o engañosa	Difusión de noticias falsas	Impresiones falsas o engañosas	<u>Indicios</u> falsos o engañosos sobre la oferta, demanda o precio	<u>Indicios</u> falsos o engañosos sobre la oferta, demanda o precio	Distorsión del proceso normal de creación de oferta y demanda
Retener u ocultar	Distorsión del normal	Operaciones simuladas	Distorsión del	Asegurar el precio a	Asegurar el precio a	

³⁹ Durante los últimos minutos o segundos de negociación en el sistema, con el objetivo de que se calcen las operaciones sin que el mercado pueda reaccionar.

⁴⁰ Información obtenida de: Baena Tovar, Nuria. Op Cit. p. 28

información relevante	funcionamiento del mercado por engaño	o artificios para alterar el precio o dañar la confianza del público	mercado	un nivel artificial	un nivel artificial	
Difusión de rumores o realización de operaciones para ejercer influencia ilegal sobre el mercado o precio				Difusión en los medios de información falsa	Difusión en los medios de información falsa	
				Dispositivos ficticios	Dispositivos ficticios	

2.3.4. El resultado

Como se mencionó, el resultado no necesariamente es considerado como un elemento esencial del concepto de manipulación en otras jurisdicciones. Cuando es considerado, el concepto de resultado hace referencia a hechos como la afectación efectiva del precio o volumen de un valor, el cual termina en un nivel artificial.

En el caso en que el resultado no sea considerado como un elemento esencial de la manipulación, la producción de un resultado puede constituirse como un agravante que implica una mayor penalidad para el sujeto activo de la conducta.

Igualmente, el resultado puede ser considerado a su vez como uno de los indicios que llevan a demostrar los otros componentes de la manipulación, como por ejemplo el componente intencional. Esto puede ocurrir cuando se produce una variación en el precio de un valor (efecto o resultado), que favorece los intereses de quien presuntamente incurrió en una conducta manipulativa.

En el siguiente cuadro se resumen los tres componentes de la manipulación descritos en los apartes anteriores.

Manipulación		
Intención	Conducta	Resultado prohibido
<p>Es el elemento subjetivo y esencial para que pueda hablarse de manipulación; el ánimo que conlleva a la realización de la conducta.</p>	<p>Efectuar o participar en ofertas u operaciones de compra o venta de valores que:</p> <p>Proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de algún valor.</p> <p>Conduzcan o puedan conducir el precio de uno o varios valores a un nivel anormal o artificial.</p> <p>Difundir, promover la difusión o coadyuvar la difusión, por cualquier medio, de información que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos respecto de uno o varios valores o de su precio, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que difundió</p>	<p>Afectar artificialmente el mercado de un valor.</p>

2.4. Aproximación normativa

La gran mayoría de jurisdicciones es perseguida la manipulación a través de normas que contemplan un concepto general. Por ejemplo, puede considerarse como manipulación cualquier transacción de determinado valor, que cree o pueda crear una apariencia de negociación sobre el mismo, pero que también genere un incremento o disminución irregular en su precio.

Las normas que imponen deberes de revelación pueden ser consideradas, de otra parte, como una herramienta adicional para prevenir las conductas manipulativas. Por ejemplo, exigir a los emisores de valores inscritos que revelen oportunamente información sensible reduce las asimetrías de información que usualmente facilitan la manipulación.

La normatividad que exige la presentación de documentos y soportes en general, relacionados con la participación accionaria y situaciones de control en empresas permite a los reguladores determinar situaciones en las cuales ciertos participantes del mercado pueden encontrarse en una posición ideal para realizar prácticas manipulativas o que afectan los precios de manera irregular.

Además de incluir un concepto general de manipulación, las jurisdicciones con mercados más desarrollados tienen herramientas que complementan el concepto general. Estas son las siguientes:

1. Reglas que prohíben las conductas manipulativas en determinados mercados.
2. Reglas que prohíben las conductas manipulativas y que se orientan a ciertos actores del mercado.
3. Reglas sobre ventas en corto, que previenen que los vendedores incurran en conductas que pueden causar o acelerar la reducción de los precios de valores
4. Reglas que limitan la participación durante la realización de ofertas sobre valores, con el fin de evitar que las partes interesadas influyan artificialmente en la formación de los precios.

Lo cierto es que las herramientas que se escojan deben concentrarse en mantener la integridad del precio de los valores en el mercado, así como el de los derivados y los activos que subyacen dichos contratos. Las reglas deben asegurar que el precio sea establecido por el juicio libre de vendedores y compradores, prevenir la divulgación de información falsa o errónea en el mercado, y evitar el abuso de una posición dominante.

Es por lo anterior que los requerimientos de revelación y transparencia se concentran en el fortalecimiento del flujo de información durante el proceso de generación de los precios de los valores, al paso que las prohibiciones sobre prácticas manipulativas apuntan a la prevención de aquellas que puedan afectar de manera irregular los precios de mercado.

2.5. Aspectos de supervisión

La función de supervisión es fundamental para el cumplimiento de la normatividad sobre la manipulación, por lo que es necesario establecer los métodos de monitoreo y vigilancia que permitan identificar conductas sospechosas no reveladas por el mercado.

Los métodos de vigilancia del mercado incluyen:

- **Sistemas de vigilancia:**

Son programas diseñados para monitorear la actividad de mercado que permiten acceder a información sobre posiciones en el mercado, facilitando el análisis de los siguientes elementos:

- Los cambios en los precios o volumen en un valor en especial.
- La identificación de la concentración de la propiedad, y potenciales prácticas de colusión entre los participantes del mercado.
- La identificación de potenciales pérdidas o ganancias materiales, en las que pueden incurrir los intermediarios actuando en posición propia, o por grandes inversionistas que operan por intermedio suyo.

- **Vigilancia de Internet y medios de comunicación**

La vigilancia de la información proporcionada al público, puede incluir el monitoreo de los diferentes medios de comunicación tradicionales (periódicos, televisión, reportes y análisis). En materia de valores y otros instrumentos financieros, los medios de comunicación como Internet exigen especial atención debido a sus características particulares, en especial, su capacidad de llegar a un inmenso número de personas de forma instantánea. La velocidad con la cual la información diseminada por Internet puede ser sustituida por otra, genera retos importantes para la supervisión, en especial en las habilidades para identificar y preservar la evidencia.

2.6. Prácticas aceptadas por el mercado

Las prácticas aceptadas son aquellas conductas que pueden afectar la formación de precios, pero que en determinadas circunstancias representan grandes beneficios para el mercado, por lo cual no se consideran reprochables.

La Directiva de la Unión Europea, por ejemplo, ha adoptado disposiciones que establecen que "la persona que efectúa transacciones u órdenes que constituyen manipulaciones del mercado, puede demostrar que sus motivos para efectuar estas transacciones o estas órdenes de realizar operaciones eran legítimos y que las transacciones u órdenes se ajustaban a prácticas aceptadas en el mercado regulado en cuestión"⁴¹.

Como antes se señaló, dentro del ordenamiento de la Unión Europea existe la presunción de que existe intención de manipular el mercado cuando se han presentado hechos engañosos o que afectan artificialmente el mercado. Dicha presunción es de hecho ya que puede ser desvirtuada por parte del investigado, si tiene la capacidad de probar que las operaciones eran legítimas y las transacciones u órdenes se ajustaban a las prácticas aceptadas.

Se han definido, entonces, prácticas aceptadas como "Aquellas que pueden esperarse razonablemente en uno o más mercados financieros y que están aceptadas por la autoridad competente con arreglo a las directrices adoptadas por la comisión"⁴².

Para ello "Las autoridades competentes tendrán que evaluar una práctica de mercado concreta antes de aceptarla, teniendo en cuenta una lista no exhaustiva de criterios"⁴³.

Los criterios utilizados por la Comisión Europea se pueden mencionar de manera general así:

- Grado de transparencia de la práctica respecto al resto del mercado
- La necesidad de preservar la actuación de las ofertas del mercado y la adecuada interacción entre oferta y demanda.

41 Preámbulo 20, Directiva 2003/06/EC

42 Ibidem

43 Artículo 2. Directiva 200/72/EC

- La intensidad del efecto de la práctica de mercado correspondiente sobre la liquidez y eficiencia del mercado.
- La forma en que la práctica se ajusta a los mecanismos de negociación del mercado y permite a los participantes reaccionar de manera adecuada y rápida a la nueva situación de mercado que cree dicha práctica.
- El riesgo que representa la práctica para la integridad de los mercados vinculados, directa o indirectamente.
- Conclusiones de cualquier investigación sobre la práctica de mercado, cuando infrinja normas destinadas a prevenir el abuso del mercado o códigos de conducta.
- Las características estructurales del mercado, en particular su carácter regulado o no, los tipos de instrumentos financieros negociados y los tipos de participantes. En particular, la importancia relativa de la participación de pequeños inversionistas.

No existe manipulación, entonces, cuando la persona que hubiese efectuado las operaciones o impartido las órdenes para realizarlas demuestre la legitimidad de sus razones de manera general y esté sujeta a las prácticas de mercado aceptadas.

En todo caso, en relación con las conductas manipuladoras mediante difusión de información, la Directiva Europea estableció que la persona que difunda la información engañosa en ningún caso puede demostrar que la conducta hace parte de una práctica aceptada, teniendo en cuenta que ésta siempre involucra un elemento de dolo o negligencia. En consecuencia, la utilización de prácticas aceptadas sólo aplicaría para conductas asociadas con la actuación en el mercado.

2.7. Razones legítimas

Al estudiar las conductas consideradas como manipulativas en otras jurisdicciones, se han encontrado ciertos elementos comunes que permiten evidenciar que unas operaciones tienen unas motivaciones legítimas para su realización.

Es de vital importancia evidenciar que cuando se presenta una o algunas de estas situaciones en la realización de una operación, ésta no se considera como manipulación del mercado.

A la luz de un estudio comparado, se podría considerar que una operación es legítima cuando:

- Es una operación de compra venta en la cual se está asumiendo un riesgo de mercado.
- La transacción se realiza de acuerdo con la orden impartida previamente por un tercero.
- La transacción generalmente abre una nueva posición, lo que genera un riesgo de mercado, en vez de cerrar la posición y remover el riesgo de mercado.
- La transacción se cumple de acuerdo con las normas preestablecidas para algunos mercados de relevancia donde se imparte la forma en que las transacciones se ejecutan de manera correcta.
- La transacción se ejecuta teniendo en cuenta la necesidad de un mercado íntegro, equitativo y eficiente.

2.8. La Manipulación en el régimen legal extranjero.

2.8.1. Unión Europea

En la mayor parte de los países de la Unión Europea la regulación de esta materia es reciente y más aún en su aplicación efectiva, pues las normas que regulan el tema empezaron a desarrollarse a finales de los años ochenta.

El 11 de mayo de 1999 la Comisión de las Comunidades Europeas envió una comunicación titulada "Aplicación del marco para los mercados financieros: Plan de acción", en la que definió una serie de actuaciones necesarias para materializar el mercado único de los servicios financieros.

El Consejo Europeo de Lisboa de abril de 2000 solicitó la ejecución de este plan de acción antes del fin de 2005, para lo cual consideró necesario elaborar una Directiva contra la manipulación del mercado.

Evaluada la propuesta de la Comisión, el Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea adoptaron la directiva 2003/6/CE sobre las operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado.

Entre otros aspectos, la Directiva:

✓ **Definió el concepto de manipulación:**

"a) transacciones u órdenes para realizar operaciones,

- que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de instrumentos financieros, o

- que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las transacciones o emitido las órdenes para realizar operaciones demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate;

b) transacciones u órdenes de realizar operaciones que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación;

c) difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa. Con respecto a los periodistas que actúen a título profesional, dicha divulgación de información se evaluará, sin perjuicio del artículo 11, teniendo en cuenta las normas que rigen su profesión, a menos que dichas personas obtengan directa o indirectamente una ventaja o beneficio de la mencionada difusión de información".

✓ **Establece el concepto de prácticas aceptadas:**

De acuerdo con la Directiva, éstas son las prácticas que pueden esperarse razonablemente en uno o más mercados financieros y que están aceptadas por la autoridad competente con arreglo a las directrices adoptadas por la Comisión de acuerdo con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 17".

✓ **Ordena a los Estados miembros a prohibir a cualquier persona a efectuar prácticas de manipulación, y a ejercer sus actividades de supervisión.**

✓ **Vela porque los operadores de mercado adopten medidas estructurales encaminadas a prevenir y detectar las prácticas de manipulación del mercado**

✓ **Obliga a revelar conductas sospechosas de manipulación y a adoptar medidas sancionatorias.**

- Por otro lado, en desarrollo de la directiva 2003/06/CE, la Comisión de las Comunidades Europeas dispuso en sus artículos 4 y 5 unos comportamientos ejemplarizantes de conductas manipulativas:

✓ **“Artículo 4. Comportamientos manipuladores relacionados con señales falsas o engañosas y con el apoyo a los precios.”**

A efectos de la aplicación de la letra a) del punto 2 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, y sin perjuicio de los ejemplos que figuran en el segundo párrafo del punto 2 de su artículo 1, los Estados miembros se asegurarán de que las siguientes señales no exhaustivas, que no pueden considerarse por sí mismas como constitutivas de manipulación del mercado, se tengan en cuenta cuando las operaciones u órdenes de negociar sean examinadas por los operadores del mercado y por las autoridades competentes:

a) En qué medida las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones en el pertinente instrumento financiero en el mercado regulado correspondiente, en especial cuando estas actividades producen un cambio significativo en el precio del instrumento financiero.

b) En qué medida las operaciones realizadas por personas con una posición significativa de compra o venta en un instrumento financiero producen cambios significativos en el precio del instrumento financiero o del activo derivado o subyacente relacionado admitido a cotización en un mercado regulado.

c) Si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas no producen ningún cambio en la propiedad beneficiosa de un instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado.

d) En qué medida las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas incluyen revocaciones de posición en un período corto y representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones del instrumento financiero correspondiente del mercado regulado correspondiente, y podrían estar asociadas con cambios significativos en el precio de un instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado.

e) En qué medida las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas se concentran en un periodo de tiempo corto en la sesión comercial y producen un cambio de precios que se invierte posteriormente.

f) En qué medida las órdenes de negociar dadas cambian la representación de los precios de la mejor demanda u oferta en un instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado, o más en general la representación de la cartera de órdenes disponible para los operadores del mercado, y se retiran antes de ser ejecutadas.

g) En qué medida se dan las órdenes de negociar o las operaciones se realizan en el momento específico, o en torno a él, en que se calculan los precios de referencia, los precios de liquidación y las valoraciones se calculan y producen cambios en los precios que tienen repercusión en dichos precios y valoraciones.

✓ **Artículo 5. Comportamientos manipuladores relacionados con el uso de dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio**

A efectos de la aplicación de la letra b) del punto 2 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, y sin perjuicio de los ejemplos que figuran en el segundo párrafo de su punto 2, los Estados miembros se asegurarán de que las siguientes señales no exhaustivas, que no pueden considerarse por sí mismas como constitutivas de manipulación del mercado, se tengan en cuenta cuando las operaciones u órdenes de negociar sean examinadas por los operadores del mercado y por las autoridades competentes:

a) Si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas por personas van precedidas o seguidas por la divulgación de información falsa o engañosa por las mismas personas u otras que tengan vinculación con ellas.

b) Si las órdenes de negociar son dadas o las operaciones son realizadas por personas, antes o después de que la misma persona o personas que tengan vinculación con ellas presenten o divulguen recomendaciones de investigación o inversión que sean erróneas o interesadas o pueda demostrarse que están influidas por un interés importante"

Posterior a la expedición de esta directiva, la Comisión de las Comunidades Europeas expidió la directiva 2004/072/CE por medio de la cual se establecen unos criterios que deben tenerse en cuenta cuando se analice una conducta como posiblemente manipulativa.

Debe tenerse en cuenta que éstas son solo unas directrices generales, que han sido adoptadas en cada una de las jurisdicciones miembro. .

En específico, la directiva señala como criterios no exhaustivos, los siguientes:

"a) el grado de transparencia de la práctica de mercado correspondiente con respecto al conjunto del mercado;

b) la necesidad de preservar la actuación de las fuerzas del mercado y la adecuada interacción entre oferta y demanda;

c) la intensidad del impacto de la práctica de mercado correspondiente sobre la liquidez y la eficiencia del mercado;

- d) la medida en que la práctica en cuestión se ajusta a los mecanismos de negociación del mercado del que se trate y permite a los participantes en ese mercado reaccionar de manera adecuada y rápida a la nueva situación de mercado que cree dicha práctica;
- e) el riesgo que representa la práctica correspondiente para la integridad de los mercados vinculados, directa o indirectamente, regulados o no, sobre el instrumento financiero en toda la Comunidad;
- f) las conclusiones de cualquier investigación sobre la práctica de mercado en cuestión realizada por la autoridad competente o cualquier otra autoridad citada en el apartado 1 del artículo 12 de la Directiva 2003/6/CE, en particular cuando la práctica en cuestión infrinja normas o disposiciones destinadas a prevenir abuso del mercado o códigos de conducta, tanto en el mercado en cuestión como en mercados vinculados directa o indirectamente en la Comunidad;
- g) las características estructurales del mercado en cuestión, en particular su carácter regulado o no, los tipos de instrumentos financieros negociados y los tipos de participantes en ese mercado, en particular la importancia relativa de la participación de los pequeños inversores".

2.8.2. Reino Unido - FSA

El Reino Unido presenta las características más diferenciadoras respecto al resto de países europeos. Se destaca por querer aclarar el enfoque de su regulación a través de la elaboración de ejemplos y la difusión de guías explicativas.

Con esta intención la FSA implementó un Código de Conducta común para el mercado por medio del cual regula las prácticas relacionadas con el abuso de mercado en el que establece: (i) Ejemplos de conductas que ayudan a establecer si una práctica es aceptada o constituye un abuso de mercado, (ii) Puertos seguros que señalan de manera específica en qué casos una conducta no se puede considerar como abuso de mercado, y (iii) Comportamientos que constituyen un abuso en contra del mercado.

Actualmente, y a causa de la profunda crisis financiera de 2008 se estudia en el parlamento Británico una reforma de dicho código de conducta, evaluando posibles reformas en lo referente a autorregulación bancaria y bursátil.

2.8.3. Brasil - CNV

En Brasil, la Ley de Valores (Ley No 6385 de diciembre 7 de 1976) ordena a la Comisión Nacional de Valores Mobiliarios evitar o prevenir cualquier tipo de fraude o manipulación que tenga la intención de crear condiciones artificiales de oferta, demanda o precio de los valores negociados en el mercado de valores.

En este sentido, la Junta de Comisionistas de la Comisión de Valores aprobó la instrucción No. 08 de octubre 10 de 1979 por medio de la cual dispuso lo siguiente⁴⁴:

a) La oferta, demanda y precio artificial de valores surge a partir de las transacciones realizadas por los participantes o intermediarios que, a partir de un acto fraudulento o de intencional omisión causa alteraciones directas o indirectas en el flujo de compra o venta de valores.

b) La manipulación del precio en el mercado de valores consiste en utilizar cualquier mecanismo o estrategia intencionada directa o indirectamente a elevar, mantener, o disminuir el precio de cualquier valor, induciendo a terceras personas a comprarlo y venderlo.

c) Las operaciones fraudulentas en el mercado de valores son aquellas que utilizan engaños o estrategias para inducir a otros en error o mantener a otros en el error, con el propósito de obtener utilidades en valores de manera ilícita para las partes involucradas en la operación, los intermediarios o terceras personas.

d) Son prácticas injustas en el mercado de valores aquellas que directa o indirectamente, efectivamente o potencialmente pone a la otra parte involucrada en la negociación en una posición impropia de inequidad con respecto a los demás participantes.

Según se puede connotar, las disposiciones brasileras regulan a partir de la definición de conceptos para así contar con bases sólidas que le permitan establecer si una conducta es manipulativa o no, se destaca que en dicho ordenamiento que la regulación de esas conductas se basa en principios, por ello se deja un amplio campo de interpretación a la industria y a las autoridades.

44 La instrucción 008 de la CVM está en portugués, su traducción se realizó por funcionarios del Autorregulador del Mercado de Valores y puede ser encontrada en <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst008.htm>

2.9. La manipulación en el régimen legal colombiano

En general, “el sistema sancionador del abuso de mercado se establece en dos niveles, administrativo y penal, en función de la gravedad de la infracción”⁴⁵. Esta metodología también se aplica en el régimen jurídico colombiano.

2.9.1. La Ley del Mercado de Valores

La Ley 964 de 2005, considera como infracción del mercado las siguientes conductas:

“Artículo 50. Infracciones. Se consideran infracciones las siguientes:

(...)

b) Realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o coadyuvar con transacciones u otros actos relacionados, que tengan como objetivo o efecto:

i) Afectar la libre formación de los precios en el mercado de valores;

ii) Manipular la liquidez de determinado valor;

iii) Aparentar ofertas o demandas por valores;

iv) Disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor; y

v) Obstaculizar la libre competencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre valores. (...)

vi) Realizar declaraciones o divulgar informaciones falsas, engañosas, inexactas o incompletas o expedir comunicaciones o certificaciones falsas o inexactas sobre los valores depositados en los depósitos centralizados de valores; (...)

x) Infringir las reglas contenidas en la presente ley, las normas que se expidan con base en la misma, cualquiera de las normas que regulen el mercado de valores o los reglamentos aprobados por la Superintendencia de Valores (...).”

45 Baena Tovar, Nuria. Op Cit. p. 26

La norma establece diferentes situaciones que se consideran infracciones del mercado y que se pueden clasificar dentro del concepto general de manipulación.

No obstante lo anterior, la Ley no determina específicamente qué conductas se consideran como manipulativas, ni qué se entiende por manipulación del mercado. Tampoco precisa el alcance de conceptos fundamentales como libre formación de precios, aparentar ofertas o demandas, precio artificial, u obstaculizar la libre concurrencia e interferencia de otros en el mercado.

La falta de precisión regulatoria sobre estos conceptos sugiere la necesidad de establecer lineamientos generales a partir de los cuales, tanto los participantes del mercado como los supervisores cuenten con elementos que les permitan identificar con claridad cuándo se está actuando bajo estas prohibiciones y cuándo no.

En adición a eso se debería tener en cuenta que el mercado de valores colombiano es un mercado emergente, que aún tiene pocos agentes y en el cual pequeñas conductas pueden producir efectos negativos con suma facilidad.

La Ley del mercado de valores hace referencia a la intención "como objetivo **o con efecto**", con lo cual este tipo de infracción se extiende a los casos en los cuales el actor no tiene intención de producir un determinado efecto manipulativo pero que no obstante se produce.

Igualmente, para ser responsable no es necesario que se haya presentado un efecto. Esto significa que si un agente tiene la intención (el objetivo) de manipular el mercado, es responsable por esta conducta aun cuando no llegue al resultado.

✓ **El régimen penal**

El régimen penal colombiano a través de la Ley 599 de 2000 tipifica la conducta en los siguientes términos:

"Artículo 317. Manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. El que realice transacciones, con la intención de producir una apariencia de mayor liquidez respecto de determinada acción, valor o instrumento inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o efectúe maniobras fraudulentas con la intención de alterar la cotización de los mismos incurrirá en prisión de dos (2) a seis (6) años y multa hasta de cincuenta mil (50.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes.

La pena se aumentará hasta en la mitad si, como consecuencia de la conducta anterior, se produjere el resultado previsto".⁴⁶

A partir de lo tipificado por el régimen penal es posible determinar algunos elementos de la manipulación, como los sujetos de la conducta:

La forma como se describió el comportamiento, utilizando la forma amplia de "el que", permite deducir que se trata de un tipo penal de sujeto activo indeterminado, es decir, que puede ser realizado por cualquier individuo, sin que sea necesario exigir calidades personales o profesionales especiales.

De conformidad con la jurisprudencia, la manipulación puede considerarse como un tipo penal pluriofensivo, esto es, que atenta contra varios intereses jurídicos tutelados, "lesionándose simultáneamente diversos sujetos pasivos que mantienen todos la posibilidad de intentar la indemnización de los perjuicios que se les ha irrogado con el punible, a través de la constitución de parte civil"⁴⁷.

Por su parte, la conducta trata de un tipo penal compuesto, los cuales se caracterizan por castigar más de una conducta. En el tipo penal en cuestión se pretende sancionar en primera instancia "La realización de transacciones, con la intención de aparentar mayor liquidez de acciones, valores u otros instrumentos financieros inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios" (a partir de la expedición de la Ley 964 de 2005, denominado Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE). En segunda medida también se penaliza "Efectuar maniobras fraudulentas con la intención de alterar la cotización de los mismos (valores)...".

Dentro del primer comportamiento, es necesario que el sujeto activo efectivamente ejecute una operación, convenio, trato o negocio sobre los mencionados instrumentos, con la intención de producir una apariencia de mayor liquidez, es decir, "simulando la idea de que dicha acción, valor o instrumento, es de fácil negociabilidad en el mercado en ese momento (...) esta primera determinación de comportamiento no exige que la respectiva transacción sea simulada o ficticia, aunque tal connotación será frecuente"⁴⁸.

46 Las penas del artículo fueron aumentadas por el artículo 14 de la Ley 890 de 2004, el cual establece:

"Artículo 14. Las penas previstas en los tipos penales contenidos en la Parte Especial del Código Penal se aumentarán en la tercera parte en el mínimo y en la mitad en el máximo. En todo caso, la aplicación de esta regla general de incremento deberá respetar el tope máximo de la pena privativa de la libertad para los tipos penales de acuerdo con lo establecido en el artículo 2º de la presente ley.

47 Corte Suprema de Justicia. Sentencia del 28 de agosto de 1989. Magistrado Ponente: Edgar Saavedra Rojas.

48 Pabón, Pedro Alfonso. Comentarios al Nuevo Código Penal Sustancial. Edición Doctrina y Ley Ltda. Bogotá, 2001, página 463.

En efecto, la redacción del primer inciso de la norma no busca castigar que se realice una maniobra fraudulenta o engañosa, sino sancionar el engaño a los agentes del mercado con la idea de la fácil negociabilidad de los mencionados instrumentos.

En los casos que se efectúen maniobras con la intención de alterar fraudulentamente la cotización de acciones, valores o instrumentos inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, se entiende que hay diferentes formas para incurrir en la realización de esa conducta, tales como la prensa, radio, televisión e internet.

En estos dos eventos estamos frente a un tipo penal de peligro, “toda vez que basta que se realicen o efectúen las transacciones o las maniobras fraudulentas con el avieso propósito señalado en el tipo penal, sin que se exija que el resultado evidentemente se produzca, esto es, que no es necesario para castigar el comportamiento del sujeto agente, que se logre la apariencia de liquidez o la alteración de la cotización de la acción, valor o instrumento inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Desde luego, lo que si es requisito indispensable para la concreción del punible es que las transacciones o las maniobras fraudulentas se realicen con la intención de producir una apariencia de mayor liquidez o de alterar la cotización de la acción, valor o instrumento inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (ingrediente subjetivo del tipo)”⁴⁹.

Finalmente, se trata de un tipo penal en blanco, por lo cual requiere para su correcta interpretación y aplicación acudir a otro ordenamiento. En este caso, la Ley 964 de 2005 y el Decreto 3139 de 2006, los cuales definen el Registro Nacional de Valores y Emisores (antiguamente, Registro Nacional de Valores e Intermediarios), que tiene por objeto la inscripción de las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores, clases y tipos de valores.

2.10. Tipología de conductas analizada con la industria

El enfoque de este aparte es el de establecer los conceptos y lineamientos generales a fin de facilitar a los participantes y supervisores del mercado determinar situaciones y casos en que las conductas son manipulativas o pueden afectar indebidamente la adecuada formación de precios.

⁴⁹ Hernández Quintero, Hernando. Los Delitos contra el Sistema Financiero en el Nuevo Código Penal. Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez Ltda. Bogotá D.C., 2003, página 262.

Para este propósito se realizaron reuniones con diferentes agentes del mercado como el Grupo de Creadores de Mercado, Asofondos, Asofiduciarias, Asobancaria, Asobolsa, y algunos terceros interesados que se acercaron a AMV para participar en la investigación.

Como resultado de tales reuniones, se realizó un ejercicio académico en el que se identificaron algunas conductas afectan la adecuada formación de precios.

Las conductas contempladas y estudiadas durante este ejercicio, fueron clasificadas de manera generalizada en razón a lo discutido con la industria en tres categorías, así:

- ✓ Conductas que constituyen manipulación o que afectan indebidamente el proceso de formación de precios
- ✓ Conductas que *per se* no afectan la formación de precios
- ✓ Conductas que no afectan la formación de precios pero pueden llegar a ser consideradas como malas prácticas de mercado.

2.10.1. Conductas consideradas como manipulativas o que afectan indebidamente el proceso de formación de precios

Existen conductas que por sus características se consideran como eventos de manipulación, debido a que afectan indebidamente los procesos de formación de precios, llevando los a niveles que pueden calificarse como artificiales. Se encontraron cinco conductas que cumplen con estas consideraciones:

- a. **La rotación de los valores para afectar valoración.**
- b. **Información engañosa**
- c. **Aparentar ofertas aprovechando la falta de cupos.**
- d. **Apariencia de liquidez por parte de inversionistas u otros agentes del mercado**
- e. **Cierre de cupos**

A continuación explicamos las características de las citadas conductas:

ROTACIÓN DE VALORES PARA AFECTAR VALORACIÓN

Conducta

Se realiza la rotación de un valor entre un número plural de participantes, con el ánimo de generar una valoración engañosa que beneficia al menos a uno de los involucrados o a un relacionado de éstos. Esta situación normalmente se presenta cerca de las fechas de corte contable, de forma tal que los balances reflejen pérdidas menores o utilidades mayores a las reales.

Interés

Mostrar un mejor resultado financiero, ocultando pérdidas o inflando utilidades.

Persona/Entidad que realiza la conducta: Intermediarios de valores, emisores, inversionistas.

Especie: Renta Fija y Renta Variable.

Mercado: Electrónico de negociación u OTC.

Liquidez: Baja

Componente sobre el que se manipula: Valoración

Observaciones en torno a la conducta:

- Usualmente participan 3 entidades, aunque pueden ser 2 o más. Los participantes pueden pertenecer a un mismo beneficiario real.
- Para la tipificación de la conducta es importante tener en cuenta tres aspectos esenciales que giran en torno a ella: la periodicidad, el valor y el monto sobre el que se hace la rotación.
- En la práctica pueden existir situaciones en las que se puede negociar a precios diferentes a los de valoración, debido a que este último se encuentra rezagado en relación con el precio de mercado. En este caso no existe necesariamente una situación irregular.

- Se debe tener en cuenta que las operaciones primarias que se realizan pueden incidir en la valoración del mercado.
- En algunos casos, las reglas de valoración pueden estar incentivando este tipo de conductas.

La realización de este tipo de rotaciones para lograr la generación irregular de un precio de referencia debe ser prohibida, ya que afecta indebidamente el proceso de formación de precios.

INFORMACIÓN ENGAÑOSA

Conducta

Se divulga información falsa o engañosa que afecta, positiva o negativamente a un emisor o sus valores. La información puede estar relacionada con aspectos contables, legales, de cambios en la alta dirección, nuevos productos, y en general cualquier aspecto que pudiera ser tenido en cuenta por los inversionistas al momento de negociar los valores.

Interés

Crear una tendencia ficticia, que no se sustenta en hechos reales.

Persona/Entidad que realiza la conducta: Cualquier participante del mercado

Especie: Todas

Mercado: OTC / Electrónico de negociación

Liquidez: Alta / Media / Baja

Componente sobre el que se manipula: Precio, liquidez, tendencia de mercado

Observaciones en torno a la conducta:

- Usualmente la conducta se realiza a través de mecanismos de difusión de información como Chats, Prensa o Blogs.
- Este es un ejemplo clásico de manipulación, y dado que es una práctica cuya finalidad sea inducir al error debe ser perseguida y sancionada.

- Esta conducta no constituye uso de información privilegiada.
- Para establecer la comisión de la conducta es necesario identificar la fuente de la información engañosa, toda vez que hay una gran diferencia entre el originador de la información y quienes la transmiten como rumores del mercado.
- La divulgación del rumor puede constituirse como una conducta manipulativa siempre que se realice un esfuerzo orientado a hacer que el mercado reciba la información engañosa. La divulgación de rumores *per se* no debe ser perseguida, pero se debe propender por fortalecer la conciencia sobre el impacto negativo de los rumores en el mercado, dado que pueden perjudicar gravemente el proceso de formación de precios.
- Para evitar la comisión de esta conducta, se debe fomentar la adecuada difusión de información por parte de los emisores. Existen ejemplos de situaciones en las cuales es posible fortalecer la conciencia en los emisores sobre la importancia del suministro de información al mercado.
- Esta conducta también puede convertirse en el delito de pánico económico. El propósito de esta norma penal es el de proteger el orden económico y social, y salvaguardar la confianza del público en las instituciones vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

APARENTAR OFERTAS APROVECHANDO LA FALTA DE CUPOS

Conducta

Una entidad ingresa puntas al sistema de negociación, por montos que sabe no le podrán operar debido a restricciones de cupos.

Interés

Aparentar que un jugador posiblemente importante tiene la intención de comprar o vender un monto significativo.

Poner un techo o piso ficticio al mercado durante el tiempo que el mismo se demore en detectar la verdadera intención de esa punta.

Persona/Entidad que realiza la conducta: Operadores del sistema en conjunto con usuario administrador que es el único que puede modificar cupos

Especie/Mercado: Renta fija

Mercado: Electrónico de negociación

Liquidez: Alta / Media / Baja

Componente sobre el que se manipula: Precio

Observaciones en torno a la conducta:

- Esta conducta no debe ser permitida pues no permite comprar a precios distintos por arriba o por debajo. Esto se debe a que los sistemas sólo permiten operar al mejor precio y éste aparentemente lo es. Esta conducta está claramente enmarcada dentro del concepto de manipulación y afectación indebida del proceso de formación de precios.
- Para prevenir la comisión de esta conducta es importante la participación y el control que realizan las áreas de riesgo de los intermediarios, quienes deben evitar que sus funcionarios utilicen este tipo de mecanismo para afectar indebidamente la formación de precios.
- La conducta representa una importante carga probatoria para el investigador. Es necesarios demostrar que la entidad tiene conocimiento de los cupos que le

tiene el mercado, y que a partir de cierto tamaño de oferta o demanda la punta no podrá ser agredida en su totalidad.

Se espera que esta conducta desaparezca cuando las operaciones se puedan cumplir a través de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte.

APARIENCIA DE LIQUIDEZ POR PARTE DE INVERSIONISTAS U OTROS AGENTES DEL MERCADO

Conducta

Un inversionista o un agente del mercado actuando a través de un agente ordena ingresar una punta en una especie de media o baja liquidez, y a través de otro agente agrede esa punta, generando una apariencia de liquidez sin que haya cambio de beneficiario y sin que el intermediario a través del cual actúa el cliente sepa que el cliente se agredió a sí mismo.

Interés

Generar apariencia de liquidez

Persona/Entidad que realiza la conducta: Inversionista u otros agentes del mercado.

Especie: Renta Fija y Renta Variable

Mercado: Electrónico de negociación

Liquidez: Media / Baja

Componente sobre el que se manipula: Liquidez

Observaciones en torno a la conducta:

- En este caso, las sociedades comisionistas no necesariamente conocen que un inversionista está realizando la conducta. En esta circunstancia, la sanción por la comisión de la conducta está principalmente dirigida al inversionista manipulador. En esta situación hay que estudiar cuál debe ser el estándar de comportamiento del intermediario cuando se da cuenta que ha sido usado para la comisión de esta conducta o cuando pudieron existir indicios graves sobre el propósito indebido de su cliente.

- Sin perjuicio de lo dicho anteriormente, se encuentra que el intermediario también puede tener un rol activo en este tipo de infracción.

CIERRE DE CUPOS

Conducta

Una entidad cierra cupos a algunas o a casi todas las demás entidades, con la intención de evitar que éstas puedan interferir en una o varias operaciones que se van a ingresar en un día determinado. Posteriormente, restaura todos los cupos a sus niveles originales.

Interés

Lograr que otros intermediarios no interfieran en la operación.

Afectar la libre concurrencia de los demás participantes del mercado.

Persona/Entidad que realiza la conducta: Operadores del sistema en conjunto con usuario administrador que es el único que puede modificar cupos

Especie: Renta fija

Liquidez: Alta / Media / Baja

Componente sobre el que se manipula: Precio

Observaciones en torno a la conducta:

- Esta conducta debe ser prohibida debido a que limita la libre concurrencia de terceros, lo que atenta contra la equitativa formación de precios.

Pueden existir diversos escenarios por los cuales un intermediario decide cerrarle los cupos a otra entidad. Cuando el cierre de cupos obedezca a una razón justificada no procederá la tipificación de la conducta. Por este motivo, cuando se realicen cierres de cupos, la entidad debe procurar consignar las razones que motivaron tal acción en actas u otros mecanismos similares.

2.10.2. Conductas que *per se* no afectan la formación de precios

Las conductas que a continuación se describen no se consideran *per se* como hechos que afecten indebidamente la formación de precios.

Estas conductas podrían derivar en una afectación indebida a la formación de precios dependiendo de la situación en la que se realicen, por lo que es necesario en cada caso particular evaluar elementos específicos de la conducta. En otras palabras, es posible afirmar que las conductas que se describe a continuación no son reprochables si: (i) se presentan de manera aislada y (ii) no existen elementos de juicio adicionales que lleven a concluir que ha existido una manipulación o que se afectó de manera indebida los precios.

INGRESO Y RETIRO DE PUNTAS – PRECIOS CERCANOS

Conducta

Constante ingreso y retiro de ofertas al sistema de negociación. Las puntas tienen la característica de tener precios cercanos al mejor precio al que se está negociando el valor, observándose de manera reiterada que se retiran las puntas antes de que puedan ser calzadas.

Generar una tendencia de mercado.

Persona/Entidad que realiza la conducta: Operadores del sistema

Especie: Renta Fija y Variable **Mercado:** Electrónico de negociación

Liquidez: Alta

Componente que puede ser afectado: Liquidez – tendencia de mercado

Observaciones en torno a la conducta.

- La conducta no constituiría *per se* manipulación o una afectación indebida de precios, pues aquella corresponde a una conducta propia de mercado. Cada participante del mercado es libre de redefinir sus niveles de compra y venta en cualquier momento. La conducta puede ser considerada como manipulativa o

afectar indebidamente la formación de precios cuando el interés del agente es aparentar sobre la oferta o la demanda de un determinado valor con el fin de atraer inversionistas u otros operadores e incentivarlos a actuar de una determinada manera. Sin embargo, se encuentra que la conducta, a pesar de poderse implementar para dar una falsa apariencia de oferta o demanda, conlleva un riesgo implícito consistente en que durante el tiempo en que la punta está expuesta, el intermediario está asumiendo la posibilidad de que sea calzada.

- En la práctica, en algunas ocasiones, los mismos operadores que observan esta conducta se encargan de castigar a quienes la realizan, agrediendo las puntas presuntamente aparentes o buscando llevar al mercado en la dirección contraria a la intención demostrada.
- En ocasiones esta práctica puede beneficiar el mercado ya que genera liquidez e incentiva la realización de operaciones.

INGRESO Y RETIRO DE PUNTAS – PRECIOS ALEJADOS

Conducta

Se ingresan ofertas al sistema, las cuales están a precios alejados de los niveles en que se está negociando el valor. Usualmente son por montos grandes con la intención de mostrar una mayor profundidad en una determinada pila.

Persona/Entidad que realiza la conducta: Operadores del sistema

Especie: Renta Fija y Variable

Mercado: Electrónico de negociación

Liquidez: Alta / Media / Baja

Componente que puede ser afectado: Liquidez

Observaciones en torno a la conducta.

- La conducta puede ser considerada como manipulativa o afectar indebidamente la formación de precios cuando el agente busca aparentar sobre la oferta o la demanda de un determinado valor para atraer

inversionistas y otros operadores e incentivarlos a operar de una determinada manera o con el fin de generar una tendencia de mercado.

- En la práctica se encuentra que esta conducta puede no ser considerada como manipulativa o afectar la formación equitativa de precios, debido a que se trata de puntas alejadas de las mejores puntas vigentes, por lo que la oferta no genera tendencia en el mercado. En ocasiones las puntas alejadas de la mejor punta de mercado son una buena fuente de liquidez en momentos de crisis, por lo que la práctica de ingresarlas a los sistemas no debería desincentivarse.
- El supervisor, debe contemplar si la conducta obedece a un error de digitación. De la misma forma, cuando la conducta se presenta reiteradamente por parte del mismo operador – entidad, el Supervisor debe solicitar explicaciones con el fin de conocer la razonabilidad de la conducta de acuerdo con las instrucciones de los directivos de la entidad y las políticas de la misma.

En los casos en que la conducta se presenta con códigos de operadores que operan para terceros, debe existir una orden que respalde la punta.

POSICIONES CONTRARIAS

Conducta

Teniendo la intención de compra, se vende un paquete con un gran barrido de forma tal que se caiga el precio del valor, para posteriormente comprar un paquete de mucho mayor tamaño, en forma discreta y/o gradual.

Interés

Obtener un mejor precio de compra.

Persona/Entidad que realiza la conducta: Inversionista

Especie: Renta Fija / Renta Variable

Mercado: Electrónico de negociación

Liquidez: Alta / Media

Componente que puede ser afectado: Precio

Observaciones en torno a la conducta:

- Esta conducta puede presentarse en el sentido contrario, es decir, se compra y posteriormente se vende.
- En la práctica, esta conducta *Per se* no constituye manipulación o afectación indebida de los precios debido a que puede ser una estrategia válida de trading, en la cual se está asumiendo un riesgo de mercado. Se encuentra que en ocasiones esta práctica le genera liquidez al mercado.

DECISION DE NO VENDER TITULOS

Conducta

Una entidad con una posición dominante en algún valor, especialmente en épocas en que los precios del mercado están a la baja, no presta el título a quienes están cortos, obligándolos a comprarlo definitivamente. Estas compras definitivas no reflejan las verdaderas intenciones de que quien estaba corto, ya que son inducidas por quien no presta los títulos.

Persona/Entidad que realiza la conducta: Entidad con tenedora de la especie en volúmenes importantes en el mercado

Especie: Renta fija

Mercado: OTC / Electrónico de negociación

Observaciones en torno a la conducta:

- Esta conducta puede ser considerada como manipulativa o afectar indebidamente la formación de precios cuando el agente busca contener una tendencia a la baja en precios, obligando a quienes están cortos a cerrar sus posiciones. En ocasiones, la entidad no sólo no presta el título, si no que lo adquiere con la intención de evitar que otros participantes puedan cubrir su corto.
- Sin embargo, en la práctica se encuentra que ninguna entidad o inversionista está obligado a prestar títulos, especialmente porque al prestarlos se están

favoreciendo las posiciones cortas que podrían generar un descenso mayor en el precio del activo.

MEJOR POSTOR

Conducta

Un operador barre la pantalla por una de las pilas, y posteriormente se pone como el mejor postor en la otra pila, incentivando a los demás a mejorar el precio de esta última, ya que se ha logrado generar la impresión de una gran actividad en la pila contraria.

Una vez los demás mejoran sus precios, el operador nuevamente mejora su propia punta, para que los demás hagan lo mismo. Esto se repite varias veces. Finalmente, el operador se quita de la mejor punta y barre a todos los que habían mejorado. Lo anterior le permite cerrar la posición que había tomado inicialmente.

Persona/Entidad que realiza la conducta: Operador

Especie: Renta fija / Renta variable

Mercado: Electrónico de Negociación

Liquidez: Alta / Media

Componente sobre el que puede ser afectado: Precio

Observaciones en torno a la conducta:

- A través de esta conducta se busca generar un precio diferencial entre la compra y la venta.
- Puede considerarse que esta conducta no afecta indebidamente los precios debido a que es una estrategia de trading en la cual se está asumiendo un riesgo de mercado. Adicionalmente, cualquier otro agente puede llevar a que el mercado se “voltee” y por lo tanto llevar a quien realiza esta práctica a asumir pérdidas considerables.

EJECUCIÓN DE ÓRDENES CONCERTADAS EN EL PREMERCADEO

Conducta

Concertar una operación, a través de la gestión de pre-mercadeo, a un precio de venta determinado, para luego realizar operaciones con el objetivo de llevar el precio de la especie y calzar la operación al precio acordado en el pre-mercadeo.

Persona/Entidad que realiza la conducta: Operador del sistema

Especie: Renta Variable

Mercado: Electrónico de negociación

Liquidez: Baja/Media/Alta

Componente sobre que puede ser afectado: Precio.

Observaciones en torno a la conducta:

- En esta conducta se busca llevar el precio de la especie a los niveles previamente pactados y realizar así las operaciones establecidas en el pre-mercadeo. Existen diversos indicios que pueden señalar la ocurrencia de esta conducta:
 1. Negociación previa entre las partes compradoras y la parte vendedora. Con el objetivo de cerrar el negocio, se buscan clientes para conformar una punta de compra de acciones a un precio determinado.
 2. Solicitud de acciones adicionales a la propuesta inicial, con el objetivo de realizar una serie de operaciones que “llevarán” al mercado al precio pactado entre las partes.
 3. Realización de una serie de operaciones que buscan barrer el mercado y llevar el precio del activo al pactado.
 4. Las operaciones de barrido se realizan en un periodo de tiempo corto (minutos).

5. Aparece la punta acordada en el pre-mercadeo y se calza la operación pactada en términos de precio y monto.
 - En la práctica esta conducta *per se* no afecta la debida formación de precios, debido a que no afecta por regla general al mercado, dado que cualquier persona podría haber ingresado una punta previamente en la pantalla. En términos generales, la conducta permite en principio la adecuada interacción entre oferta y demanda y no obstaculiza la participación de terceros.
 - La conducta será reprochable en cuanto constituya una infracción a la normatividad relacionada con la prevención a la obstaculización de la participación de terceros.

2.10.3. Conductas que no afectan la formación de precio pero que pueden llegar a ser consideradas como malas prácticas de mercado.

Por solicitud de la industria fueron estudiadas las siguientes conductas, las cuales no tienen el propósito de afectar de manera alguna la formación de precios ni tampoco constituyen manipulación, pero que son consideradas reprochables debido a que afectan el mercado o intereses que deben ser protegidos.

REPRESALIAS

Conducta

Con posterioridad al cierre de una operación, una de las contrapartes solicita a la otra la anulación de la transacción. Para garantizar que le acepten dicha anulación advierte que adoptará represalias, como por ejemplo el cierre de los cupos de contraparte.

Interés

Obligar a alguien a actuar

Persona/Entidad que realiza la conducta: Inversionista

Especie: Renta Fija

Mercado: Electrónico de negociación

Liquidez: Alta

Observaciones en torno a la conducta:

- Técnicamente esta conducta no es manipulativa y no afecta la formación de precios.
- En la práctica no es posible generalizar una prohibición a todos los casos, ya que hay situaciones en que es válido tomar represalias, por ejemplo, cerrar el cupo a la contraparte como consecuencia del incumplimiento de una operación legítima por parte de dicha contraparte.

- Puede darse la situación en que un operador cometa un error de digitación que afecte el precio, en la cual su contraparte no quiera anular la operación. Algunas entidades consideran que este es un comportamiento poco profesional, y por lo tanto optan por cerrarle el cupo a la entidad que se aprovechó de la situación.
- Esta conducta puede resultar contraria a los fines del mercado cuando no existe un fundamento legítimo de acuerdo con la práctica de mercado para tomar represalias, pues afecta la libre concurrencia de terceros al mercado.

3. OTRAS CONDUCTAS QUE PUEDEN AFECTAR LA FORMACIÓN DE LOS PRECIOS

Como se mencionó anteriormente, existen conductas que aunque no son *per se* ilegales pueden tener repercusiones en la formación de los precios al interior del mercado. En estos eventos se envían señales distorsionadas al mercado, que dan lugar a una formación de precios irregular.

En el caso colombiano, la Superintendencia de Valores (hoy la Superintendencia Financiera de Colombia) abordó esta problemática señalando los criterios y modalidades de las “operaciones no representativas del mercado”. De conformidad con la teoría acuñada por la Superintendencia, existe una operación no representativa del mercado, esto es, una operación artificial o ilegítima, cuando i) la operación no es consecuencia del libre juego de la oferta y la demanda en el momento de su realización; ii) la finalidad real de las operaciones es divergente a la expresada; iii) existe ausencia de intención real de transferir propiedad; iv) se desconocen los principios del mercado de valores: transparencia, lealtad y adecuación de la ley, y v) son realizadas por debajo de los rangos mínimos establecidos por la bolsa, entre otros.

Estos elementos definen los casos en los cuales se puede presentar un precio ilegítimo o “fuera de mercado”. AMV ha estudiado varias conductas que pueden ser consideradas conductas no representativas de mercado y que pueden llegar a afectar ilegítimamente el precio de los valores y que por consiguiente podrían llegar a tener consecuencias sancionatorias.

3.1. El “síndrome del dedo gordo”.

El síndrome del dedo tiene lugar cuando un operador de forma accidental compra o vende más valores de los pretendía; o compra o vende valores a un precio distinto al que proyectaba. Se conoce como el síndrome del dedo gordo debido que el operador comete un error tipográfico a la hora de realizar la operación, introduciendo al sistema un número de valores o un precio equivocado. Por ejemplo, puede suceder que el operador en lugar de comprar 10 acciones, cometa un error e introduzca una orden para comprar 1000 acciones.

Estas transacciones ocasionan problemas al interior de los mercados, por lo que en algunos países existen controles para evitar su ocurrencia. Sin embargo, estas operaciones siguen sucediendo debido a que el error humano no puede ser eliminado.

El principal efecto de estas operaciones es que pueden derivar en una estampida sobre un determinado valor, haciendo caer o elevar su precio radicalmente en algunas situaciones.

Por ejemplo, en octubre de 2002 se presentó esta situación en “Eurex” el mercado más grande de derivados, cuando un operador de Londres introdujo un precio equivocado durante una transacción de futuros. El suceso paralizó la negociación en este mercado por tres horas y generó una caída del índice en 500 puntos.

En un caso más reciente presentado en la bolsa de Tokio en 2005, un error tipográfico de un operador ocasionó que una empresa perdiera más de 300 millones de euros. De acuerdo con la investigación, el operador quería vender una acción a 610.000 yens, pero en lugar introdujo la orden de vender 610.000 acciones a un (1) yen cada una. El corredor se dio cuenta de su error, pero al intentar anular transacción un error en el sistema se lo impidió. El error causo adicionalmente, una baja general en los índices bursátiles y afectó la reputación de la bolsa de Tokio.

Por este motivo, en Estados Unidos, Nasdaq y la Securities Exchange Commission han emitido una serie de normas para evitar la ocurrencia de este fenómeno. En las mencionadas normas se establecen los criterios para determinar cuándo se está en presencia de operaciones “claramente erróneas”. Adicionalmente, se establece el procedimiento para cancelar estas operaciones del sistema.

Es conveniente precisar en este punto que esta conducta, aún cuando no constituye una manipulación del mercado, sí afecta la formación de precios, por lo que puede ser reprochable. La consecuencia más grave que puede derivarse de la comisión de

esta conducta es que la misma firma comisionista, quien fue la titular del error, debe salir a reparar los daños que ha causado. En el caso de la bolsa de Tokio, la sociedad comisionista responsable del error y la propia bolsa salieron a resarcir el daño causado. De la misma forma, se entiende que una consecuencia natural de este error es que la sociedad comisionista debe cumplir con la operación que se ha calzado en el sistema, aún cuando esta fuere errónea.

Por otro lado, dependiendo de la gravedad de la conducta, se podría pensar en la imposición de sanciones pecuniarias con el objetivo de castigar a los operadores e intermediarios que han cometido el mencionado error. Esta solución puede derivar en que los intermediarios adopten controles más estrictos para prevenir la ocurrencia de este tipo de situaciones.

3.2. Operaciones no representativas del mercado

Otras operaciones que pueden afectar el precio de los valores están relacionadas con la utilización del mercado con fines distintos al intercambio comercial.

3.3. De las operaciones para transferir recursos

En este caso se utiliza al mercado como una plataforma para compensar obligaciones de carácter pecuniario a través de la realización de una o varias operaciones.

Por ejemplo, piénsese que una persona X tiene una deuda con una persona B de 20 millones. Para compensar la deuda simplemente B le vende a X una especie que cuyo valor es de 100 millones a 120 millones, con posterioridad B le vende el activo a X por 100. De esta forma, B está recibiendo los 20 millones que le debe X.

Esta operación no reflejó la verdadera valoración del activo por parte de las partes y en el proceso de compensación de la deuda se enviaron señales equivocadas al mercado, las cuales pudieron afectar la formación del precio del activo de forma ilegítima. En este escenario la valoración de la cosa no obedece al libre juego de la oferta y la demanda, lo que tiene repercusiones en la confianza del público, pues el precio no refleja el verdadero valor del activo, por lo que los compradores son, de alguna manera, "engañados".

Operaciones de esta índole atentan contra los fines propios del mercado debido a que en el proceso de compensación entre estas partes se distorsionó el precio de la especie utilizada.

3.4. De las operaciones para realizar una gestión de planeación tributaria.⁵⁰

En este caso se utiliza al mercado como una plataforma para obtener un ahorro tributario

Por ejemplo, piénsese que la empresa X tiene una utilidad de 100 sobre la cual debe pagar impuestos. La empresa realiza una operación bursátil, exenta de impuestos, que le genera una utilidad de 10 y posteriormente realiza otra operación que le genera una pérdida de 10. Al final del ejercicio la utilidad de la empresa es la misma (100).

Sin embargo, aquellos 10 que ganó están exentos de impuestos, por lo que su nuevo cálculo para impuestos es de 90 y no de 100 como debería ser. Esta situación lo favorece a la hora de pagar los impuestos.

En este caso el propósito de la negociación nunca fue comprar o vender las especies por las razones que caracterizan a las operaciones de mercado, el objetivo nunca fue adquirir el título para contar con el mismo en el patrimonio. Más grave es que estas operaciones son registradas en el sistema de negociación, por lo que las mismas fueron tomadas como ciertas y dieron señales equivocadas al mercado.

De conformidad con la Superintendencia Financiera de Colombia⁵¹, la naturaleza de las operaciones en el mercado de valores nunca debe ser la obtención de reducciones en el pago de impuestos, pues los fines de aquellas son la reestructuración del portafolio del titular de los activos y la mejora en las condiciones de liquidez de las especies negociadas.

Recientemente la Superintendencia Financiera de Colombia impuso una sanción por una conducta relacionada con esta problemática. La decisión fue demandada y un juez del distrito de Bogotá se pronunció sobre la misma. Juez del Circuito⁵² estimó, al igual que la Superintendencia Financiera, que las operaciones no estuvieron conformes a la filosofía que inspira la participación de los comisionistas en el mercado de valores, quienes además de buscar el libre juego de la oferta y la demanda, deben actuar en procura de evitar cualquier situación que pueda generar una distorsión en el

50 Proceso N°2007-00253-01, Fallo en primera instancia del Juez sexto Administrativo del Circuito de Bogotá D.C. Noviembre de 2009.

51 Resolución 0959 del 20 de junio de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

52 Proceso N°2007-00253-01, Fallo en primera instancia del Juez sexto Administrativo del Circuito de Bogotá D.C. Noviembre de 2009.

sistema. Por este motivo, procedió a confirmar la sanción que en su momento impuso la Superintendencia al intermediario y a sus respectivos clientes.

ANEXO

CONDUCTAS MANIPULATIVAS

A continuación se describen algunas de las conductas que a nivel internacional se consideran como manipulación de mercado y se identifican algunos indicios que la Unión Europea ha adoptado con la intención de establecer cuando una conducta se puede considerar como manipulativa.

De esa manera, el propósito de este cuadro es realizar una exposición básica acerca de la terminología utilizada en otros mercados para describir situaciones de manipulación. Es claro que los términos acá expuestos no son utilizados regulatoriamente y por eso son expresiones de uso común en el mercado.

Es importante tener en cuenta que estos indicios no necesariamente constituyen por sí mismos una manipulación de mercado y que para determinar si una conducta constituye abuso en contra del mercado o no, es necesario tener en cuenta lo establecido en el documento de estudio.

Conducta ⁵³	Definición	Indicios
Mayor oferente. (Highest bidder)	Constantemente se aparece como el mayor oferente, una herramienta que puede ser usada para mantener o elevar el precio de los valores. Cada vez que nuevos compradores entren al mercado, dicha actividad disminuye el flujo de títulos y obliga a otros a subir las ofertas.	Ofertas realizadas por personas con una posición significativa de compra o venta en un instrumento financiero. La oferta cambia la representación de los precios de la mejor demanda u oferta. La oferta puede retirarse antes de ser ejecutada. La conducta produce cambios significativos en el precio.
Inflar y liberar. (Pump and Dump)	Consiste en la toma de una posición larga en un valor para luego intentar incrementar el precio de valor vía operaciones de mercado, vendiendo	La conducta cambia de manera significativa la representación de la cartera de órdenes disponible para los participantes en el

53 Ministry of Economic Development. Op Cit. p. 20 a 22

	<p>después la posición tras la revalorización del activo.</p> <p>Retención de valores del mercado y otras acciones manipulativas diseñadas para inflar irregularmente el precio del valor antes de que el manipulador libere esos valores en el mercado.</p>	mercado.
<p>Marcar el cierre. (Marking the close)</p>	<p>Consiste en el intento de influenciar el precio de cierre de un título ejecutando órdenes de compra o venta cerca al cierre de las horas normales de operación. Si el intento es exitoso la colocación de una orden para determinar el precio va a inflar o deprimir el precio de cierre del título artificialmente.</p>	<p>Al momento o entorno al momento en que se realiza la operación se calculan los precios de referencia.</p> <p>La conducta produce cambios en los precios que repercuten en los precios de liquidación y valorización.</p> <p>No hay cambio de beneficiario.</p> <p>Las personas entre las que se realiza la operación tienen intereses comunes para actuar en colusión.</p>
<p>Anticipar la oferta. (advancing the bid);</p>	<p>Incrementar la Demanda por un título para aumentar su precio de manera <u>ilegítima</u>.</p>	<p>La oferta cambia la representación de los precios de la mejor demanda u oferta.</p> <p>La oferta puede retirarse antes de ser ejecutada.</p> <p>La conducta produce cambios significativos en el precio.</p>
<p>Abuso de la posición dominante. (Short squeeze)</p>	<p>Consiste en el acaparamiento de la posición en un determinado valor con la intención de generar un estrangulamiento en la oferta o en la demanda de éste. De esta manera se busca que los vendedores en corto compren</p>	<p>La conducta genera cambios súbitos en el precio o el volumen de acciones negociadas o disponibles.</p>

	acciones para cubrir sus posiciones a precios sucesivamente altos.	
Operaciones para dar impresión de liquidez sin cambio de beneficiario. (Wash Sales)	<p>Es una operación ficticia con efectos económicos que se contrarrestan entre sí, donde no hay cambio en el beneficiario. Es realizada entre dos o más partes que actúan en colusión. Se trata de una transacción sin la motivación usual de ganancia y está diseñada para dar la falsa impresión de actividad en el mercado cuando de hecho no la hay.</p> <p>El objetivo de manipular es obtener un beneficio sobre la diferencia creada <u>artificialmente</u> entre el precio de compra y venta de un determinado valor.</p>	<p>Puede no producir ningún cambio en la propiedad beneficiada.</p> <p>Las personas entre las que se realiza la operación tienen intereses comunes para actuar en colusión.</p> <p>Los participantes no asumen el riesgo de mercado.</p> <p>El título es de baja liquidez y adquiere una mayor liquidez.</p> <p>El "spread" entre la oferta y la demanda se reduce.</p>
Manipulación por la conducta que da una impresión falsa o engañosa sobre la liquidez de un determinado valor (Painting the tape)	<p>Consiste en realizar una serie de transacciones con la intención de generar una falsa impresión sobre la actividad de un valor.</p>	<p>No produce cambio en la propiedad del beneficiario.</p> <p>El título es de baja liquidez y adquiere una mayor liquidez.</p>
Ordenes de cierre inapropiadas (Improper matched orders)	<p>La compra y venta se ingresan al mismo tiempo, por el mismo precio y la misma cantidad de títulos <u>por un mismo beneficiario</u>.</p> <p>El objetivo de esta operación es aparentar que hay interés en el valor para inducir a otros a</p>	<p>No produce ningún cambio en la propiedad beneficiada. concentran en un periodo de tiempo corto en la sesión comercial y producen un cambio de precios que se invierte posteriormente.</p> <p>Las transacciones se concentran en un periodo de tiempo corto en</p>

	comprarlo.	<p>la sesión comercial y producen un cambio de precios que se invierte posteriormente.</p> <p>Las transacciones se hacen sobre títulos de baja liquidez.</p> <p>La suma total de las transacciones en un periodo de tiempo producen un valor neto.</p>
Piscinas (Pools)	<p>La compra y venta se ingresan al mismo tiempo, por el mismo precio y la misma cantidad de títulos por personas diferentes pero en colusión (bajo un pacto ilícito en contra de los intereses de terceros).</p> <p>El objetivo de esta operación es aparentar que hay interés en el valor para inducir a otros a comprarlo.</p>	<p>No producen ningún cambio en la propiedad beneficiada.</p> <p>Dos o más personas actúan en colusión.</p>
Calderas bursátiles (Boiler Rooms)	<p>Es una operación de ventas bajo presión (High Pressure Sales) en la cual los intermediarios usualmente proveen información falsa o inadecuada con el objetivo de vender un título.</p>	<p>Si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas van precedidas o seguidas por la divulgación de información falsa o engañosa de las mismas personas que dan la orden o realizan la transacción u otras personas asociadas a ellas.</p> <p>Si las órdenes de negociar pueden proceder o las operaciones pueden ser realizadas por personas directas o asociadas a ellas, antes o después de que presenten o divulguen recomendaciones de investigación o inversión que sean erróneas o interesadas o pueda demostrarse que están influenciadas por un interés importante.</p>

<p>Promover y liberar (Hype and dump)</p>	<p>Consiste en la toma de una posición larga en un valor para luego intentar incrementar el precio del valor, mediante la diseminación de información engañosa, vendiendo después la posición tras la revalorización del activo.</p> <p>Subir el precio de las acciones usando reportes falsos o exagerados, rumores, recomendaciones de comisionistas etc. Una vez el precio ha subido, la acción es liberada.</p> <p>La antítesis de esto es conocida como “slur and slurp” y ocurre cuando el precio de una acción es disminuido dejando que el manipulador compre acciones a menores precios.</p>	<p>Ofertas realizadas por personas con una posición significativa de compra o venta en un instrumento financiero</p> <p>La oferta cambia la representación de los precios de la mejor demanda u oferta.</p> <p>La oferta puede retirarse antes de ser ejecutada.</p> <p>La conducta produce cambios significativos en el precio.</p>