



Manual Guía No. 26

Conductas Manipulativas y otras prácticas que afectan la integridad en los mercados de valores y divisas

22 de diciembre de 2021



amv

Autorregulador del Mercado de Valores
de Colombia

Tabla de contenido

1. Introducción.....	3
2. Conductas manipulativas	3
2.1 Esquemas de operación que podrían llevar a la materialización de conductas manipulativas en los mercados	5
2.1.1 Spoofing	6
2.1.2 Layering.....	7
2.1.3 Collusion	8
2.1.4 Quote Stuffing.....	8
2.1.5 Activación de órdenes	9
2.1.6 Wash Trades.....	10
2.1.7 Parking.....	11
2.1.8 Difusión de rumores	11
2.1.9 Manipulación de Liquidez	12
2.1.10 Squeeze.....	13
2.1.11 Marking the close	14
3. Otras prácticas de operación que afectan la integridad del mercado de valores	15
3.1 Churning.....	15
3.2 Préstamo de Pantalla	16
Anexo 1. Descripción de la problemática observada en el mercado transaccional de divisas	17
Anexo 2. Otros casos sancionados por manipulación	21
Bibliografía	22

1. Introducción

El buen funcionamiento de los mercados y la confianza del público en estos, son requisitos fundamentales para el desarrollo de las economías. En este sentido, resulta prioritario contar con herramientas que contribuyan a prevenir la ocurrencia de actividades que impliquen abusos de mercado y que afecten su integridad. Conscientes de esto, el Autorregulador del Mercado de Valores (en adelante "AMV") y sus comités de Renta Fija, Renta Variable, Divisas y Control Interno y Compliance presentan el Manual/guía "Conductas Manipulativas y otras prácticas que afectan la integridad en los mercados de valores y divisas".

Esta nueva guía incluye nuevos esquemas manipulativos que surgen del trabajo permanente de incorporar nuevas realidades de mercado asociadas a innovaciones tecnológicas usadas en las labores de intermediación, condiciones de operación y prácticas internacionales. Adicionalmente, el trabajo junto con los Comités de Industria permite validar la relevancia de dar a conocer estos esquemas para el mercado colombiano, y que los intermediarios cuentan con información para su monitoreo. Por otra parte, esta versión del Manual/Guía unifica los dos manuales que coexistían para los mercados de divisas y valores. De esta manera, se genera una mayor eficiencia en las herramientas normativas al facilitar su consulta y uso. Asimismo, se reconoce que existen elementos en algunos esquemas manipulativos que son transversales en ambos mercados.

Al igual que en las versiones anteriores, los esquemas manipulativos descritos se acompañan de casos materializados, con el fin de facilitar la identificación de actuaciones que podrían constituir infracciones al mercado, y contribuir su prevención.

Como resultado, los objetivos del manual/guía son los siguientes:

- Describir algunos esquemas de negociación que podrían denotar la existencia de conductas manipulativas, de forma que sirvan de referencia a los órganos de control de los intermediarios en el diseño de programas de prevención e identificación de infracciones al mercado.
- Listar algunas prácticas o esquemas de negociación que podrían vulnerar la integridad del mercado e ir en detrimento de los inversionistas y su confianza en éste.

Así, este Manual/Guía representa una herramienta valiosa para conocer e identificar prácticas que pueden atentar contra la integridad del mercado, lo que contribuye a su prevención y propende por la protección y confianza de los inversionistas.

2. Conductas manipulativas

Expresada en términos generales, la manipulación del mercado comprende la realización de actividades intencionadas, o la divulgación de información que pretende crear impresiones falsas o engañosas sobre un activo en particular, así como la participación en conductas que distorsionan el funcionamiento del mercado y que pueden afectar la formación de precios y

aumentar la volatilidad de los activos, lo cual va en detrimento de la confianza de los inversionistas y de la estabilidad financiera¹.

En Colombia, en el mercado de valores, la Ley 964 de 2005, en su artículo 50, literal b), establece como infracción al mercado los actos que tienen como objetivo o efecto afectar las condiciones de un valor, los cuales son consideradas por el Reglamento de AMV como situaciones que podrían configurar manipulación de mercado². Dichos actos son los siguientes: 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 concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre valores.

Por otro lado, por su impacto negativo para el desarrollo ordenado del mercado de divisas, el Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas de AMV (RAVD), en su artículo 59, establece el deber de los afiliados autorregulados de abstenerse de participar en actividades manipulativas, las cuales consisten en realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar directa o indirectamente o coadyuvar con operaciones u otros actos relacionados, que tienen como objetivo o efecto: (a) divulgar información falsa y engañosa; (b) distorsionar el mercado o afectar la libre oferta o demanda de divisas.

Por el carácter general de los actos listados, resulta útil a los intermediarios contar con descripciones de situaciones que ejemplifiquen de mejor manera posibles conductas manipulativas, para que sirvan de guía en la identificación y prevención de las mismas.

Por lo anterior, y con el fin de fortalecer el ambiente de control de las entidades y su cultura de cumplimiento, AMV y sus comités han considerado útil establecer la siguiente lista no exhaustiva de situaciones que podrían denotar la existencia de actividades manipulativas, la cual se desarrolla a continuación³:

- a. La intervención concertada de una o varias personas para asegurar una posición dominante sobre la oferta o demanda de un instrumento financiero o una divisa, que afecte o pueda afectar directa o indirectamente la libre formación de precios, o que genere o pueda generar condiciones de negociación no equitativas.
- b. La compra o venta de instrumentos financieros o divisas, que tenga como objetivo o efecto inducir a confusión a quienes operen basándose en las cotizaciones mostradas, incluidas las cotizaciones de apertura o de cierre, o afectar la libre formación de precios.

¹ Kern. (2013). *Market Structures and Market Abuse. Handbook of safeguarding Global Financial Stability: Political, Social, Cultural, and Economic Theories and Models* (pp. 375-385).

² Al respecto, el artículo 48 del Reglamento de AMV reza lo siguiente: "Manipulación de mercado. Los sujetos de autorregulación se abstendrán de incurrir en las situaciones descritas en el literal b. del artículo 50 de la Ley 964 de 2005."

³ Este listado extrae elementos de las disposiciones del Parlamento y del Consejo Europeo en relación con la manipulación del mercado.

- c. El ingreso, modificación o cancelación de posturas en un sistema de negociación, a través de cualquier método de negociación disponible (incluidos los medios electrónicos, como las estrategias de negociación algorítmica⁴), que afecte la libre formación de precios, manipule la liquidez, aparente ofertas o demandas ficticias y/o obstaculice la libre concurrencia y la interferencia de otros en el mercado. Tales actuaciones pueden llevar a que se presenten, entre otras, las siguientes situaciones:
 - Perturbar o ralentizar el funcionamiento de los sistemas de negociación;
 - Difundir posturas engañosas sobre el precio, o la oferta y demanda de un valor, una divisa o índice de referencia, en particular, sin limitarse a ello, para iniciar o exacerbar una tendencia.
- d. El aprovechamiento del acceso ocasional o periódico a los medios o plataformas de comunicación y/o redes sociales para expresar una opinión sobre un valor, su emisor o una divisa, después de haber tomado alguna posición (compra o venta) sobre aquel, con la intención de tomar beneficio de los efectos que las opiniones expresadas tengan sobre el precio de dichos activos, sin haber revelado al público simultáneamente el conflicto de interés de una manera adecuada y efectiva.

Como se mencionó, el anterior listado, que no es taxativo, tiene como propósito describir situaciones que podrían denotar la existencia de conductas manipulativas, brindando elementos para que los intermediarios puedan fortalecer planes de identificación y prevención de las mismas⁵.

2.1 Esquemas de operación que podrían llevar a la materialización de conductas manipulativas en los mercados

Se han identificado esquemas de negociación que podrían indicar prácticas de manipulación del mercado. En todo caso, para confirmar su ocurrencia deben evaluarse las circunstancias particulares de los mismos⁶. Para ilustrar la manera en que los esquemas de negociación han sido empleados, a continuación, se describen casos sancionados por las autoridades de diversas jurisdicciones y mercados, los cuales contienen elementos que permiten entender la manera como se materializa un acto manipulativo⁷.

⁴ Los reguladores han señalado la importancia de revisar el diseño de los algoritmos de negociación para asegurar que estos no sean usados en estrategias de manipulación. Al respecto, AMV ha dispuesto herramientas normativas que promueven la elevación de estándares sobre la implementación de estas herramientas como los Manuales/Guía 21 y 22 sobre mejores prácticas para la administración y gestión de algoritmos de negociación en divisas y valores respectivamente.

⁵ Adicionalmente, los intermediarios pueden apoyar sus estándares de verificación y evaluación de cumplimiento de la normatividad aplicable en el uso de herramientas provistas por los sistemas de negociación, que permiten consultar las posturas de sus operadores, sus tiempos de exposición, retiros, u otros aspectos relevantes de la operación.

⁶ AMV hizo públicos los resultados de un ejercicio de monitoreo al comportamiento de las posturas de 10 millones de dólares ingresadas en el sistema Set-Fx para el periodo comprendido entre enero y octubre de 2016, el cual sirvió de base para la primera versión del presente manual. Por considerarlo de utilidad para la industria, sus resultados se transcriben en el Anexo 1.

⁷ El Anexo 2 contiene una descripción de casos adicionales relacionados con manipulación.

2.1.1 Spoofing

Consiste en el ingreso de posturas falsas en los sistemas de negociación, teniendo como objeto o efecto manipular el precio justo de intercambio o engañar a los demás participantes del mercado. Se consideran falsas o engañosas las posturas que no corresponden a un interés real de comprar o vender valores o divisas en las condiciones establecidas en la postura correspondiente.

Caso de Spoofing en el mercado de valores colombiano:

La Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV⁸ declaró responsables a tres operadores del mercado accionario por conductas manipulativas relacionadas con spoofing. En este caso los operadores ejecutaron una estrategia premeditada mediante la cual, actuando por cuenta de un tercero, aparentaron demandas sobre una especie de acciones para obtener un beneficio económico.

Para cumplir con su objetivo, ingresaron posturas de compra en la subasta de cierre de una determinada especie de acciones, conviniendo la forma como debían retirarlas antes de que se diera el cierre de la subasta. Es decir, las posturas no tenían la finalidad de ser calzadas, sino que tenían el propósito de enviar mensajes engañosos al mercado.

Una vez retiradas las posturas de compra, ingresaron una postura de venta, que a diferencia de las de compra, tuvo la intención de ser dejada hasta el cierre de la subasta con el fin de que fuera adjudicada. De esta manera, los operadores dieron apariencia de realidad a una mayor demanda del activo, mediante las posturas de compra que fueron eliminadas posteriormente, para dar paso a una operación de venta, tomando provecho del mensaje artificioso.

Como apoyo a la decisión adoptada por la Sala de Revisión, entre otras consideraciones citó al autor John Sanders, en el artículo "Spoofing: A Proposal for Normalizing Divergent Securities and Commodities Futures Regimes", publicado en Wake Forest Law Review en mayo de 2016, el cual describe esta conducta en los siguientes términos:

"El Spoofing es un esquema que involucra a un operador o 'spoofer' que ingresa posturas con la esperanza de inducir a otros a actuar en respuesta a ellas; el 'spoofer', posteriormente, cancela sus posturas iniciales, con el objetivo de obtener un beneficio a través de posturas con signo contrario. Por ejemplo, un inversionista frecuente puede comprar acciones poco negociadas a un precio de cinco centavos para después venderlas a un precio mayor y así obtener una utilidad. Así, el operador ingresa un número representativo de posturas para comprar, que genera el convencimiento en otros operadores que el valor de esa especie aumentará. Lo que lleva a esos operadores a ingresar posturas para comprar a precios elevados. Mientras tanto, el operador inicial discretamente cancela sus posturas, y finalmente, vende lo que compró a cinco

⁸ Esta decisión del Tribunal Disciplinario puede consultarse en la página web www.amvcolombia.org.co, sección "Disciplinaria". Resolución No. 16 del 11 de noviembre de 2016.

centavos al inicio de la estrategia a los otros operadores que engañados, presentaron posturas a precios elevados.”⁹

Finalmente, el Tribunal Disciplinario de AMV tuvo en consideración que de conformidad con la normativa del mercado de valores, la materialización de este tipo de conductas puede configurarse cuando se logra el efecto previsto, o cuando se obre con el objetivo de alcanzarlo¹⁰.

Por esta razón, aunque en este caso en concreto no se logró demostrar el efecto en el precio que pudo originarse de la estrategia manipulativa previamente descrita, se encontró que los operadores actuaron de forma contraria a las normas del mercado, “(...) al demostrarse que las ofertas de compra que introdujeron los investigados al inicio de la subasta de cierre, no tuvieron la finalidad de encontrar un calce, sino de enviar un mensaje al mercado, para después presentar una postura de signo contrario (...)”¹¹.

2.1.2 Layering

Hace referencia a la práctica conocida como “*pintar pantallas*”. Es una modalidad de Spoofing que consiste en ingresar un número representativo de posturas en la pantalla que no corresponden a un interés real de comprar o vender valores o divisas en las condiciones establecidas. Este esquema tiene como objeto o efecto manipular el precio justo de intercambio o engañar a los demás participantes del mercado.

Caso de Layering en el mercado de valores inglés:

En el año 2013 se dio a conocer la ratificación que hizo el Tribunal Superior del Reino Unido (Tax and Chancery Chamber) de una multa impuesta por la Financial Services Authority (FSA) a la compañía canadiense “*Swift Trade*”, por valor de 8 millones de libras esterlinas, en una decisión tomada tras resolver un caso de abuso de mercado cometida en el Reino Unido.

En una nota de prensa publicada por la Financial Conduct Authority (FCA)¹², se informó que los hechos ocurrieron entre el 1 de enero de 2007 y el 4 de enero de 2008, cuando Swift Trade utilizó deliberadamente un esquema de layering que produjo pequeñas variaciones en los precios de algunas acciones transadas en el London Stock Exchange.

⁹ Ob. Cit. Tribunal Disciplinario de AMV. Sala de Revisión. Resolución 16 del 11 de noviembre de 2016. Corresponde a una traducción libre de la Sala de Revisión. Página 14.

¹⁰ Ley 964 de 2005. 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 concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre valores (...)”.

(Subraya fuera de texto).
¹¹ Tribunal Disciplinario de AMV. Sala de Revisión. Resolución 16 del 11 de noviembre de 2016. Página 19.

¹² La información que se presenta se extrajo del sitio web <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/tribunal-upholds-fsa-decision-fine-firm-%C2%A38m-market-abuse>

Dicha entidad ingresó al mercado a través de mecanismos de acceso directo (DMA) decenas de miles de órdenes para enviar mensajes engañosos sobre la demanda u oferta de diferentes activos, lo cual se hizo en detrimento de los demás participantes del mercado. Tal esquema de operación contó con la participación coordinada de operadores que incluso actuaban desde diferentes lugares del mundo.

El Tribunal Superior (Tax and Chancery Chamber) concluyó que la forma de operar fue deliberada, manipulativa y diseñada para engañar otros participantes del mercado. Por otra parte, el Financial Conduct Authority señaló que el Layering es una conducta abusiva, y resaltó la importancia de que los brókeres y proveedores de acceso directo al mercado (DMA) se aseguren de implementar controles apropiados para el monitoreo de las actuaciones de sus clientes en el mercado, con el fin de asegurar que no se lleven a cabo prácticas abusivas.

2.1.3 Collusion

Hace referencia a un acuerdo entre operadores para ejecutar una operación en condiciones preestablecidas, con el objeto de obtener un beneficio, ya sea propio o para un tercero, originado en la determinación artificial del precio del activo. Asimismo, el acuerdo entre operadores de no negociar o retener las negociaciones o posturas durante ciertos momentos del mercado es considerado una práctica colusoria y abusiva del mercado.

Caso de Collusion en el mercado cambiario internacional:

Los bancos Citigroup, JP Morgan Chase, Barclays y The Royal Bank of Scotland, fueron sancionados por el departamento de justicia de los Estados Unidos de Norte América al declararse culpables de concierto para la manipulación de precios en el mercado de divisas.

Para efectos de llevar a cabo la manipulación de la tasa euro-dólar, hechos que ocurrieron a lo largo de cinco años desde el 2007, los operadores se valieron de chats grupales con el fin de coordinar acciones para pujar la tasa de referencia de las monedas, o para abstenerse de hacerlo, en ciertos momentos del mercado.

Las sanciones por la manipulación les han representado a dichas entidades (incluyendo una sanción a UBS) multas por más de \$5.800 millones de dólares por parte de diferentes reguladores globales¹³.

2.1.4 Quote Stuffing

Consiste en la utilización indebida de algoritmos de negociación de alta frecuencia para ingresar y cancelar grandes volúmenes de posturas de compra y venta con el fin de aparentar

¹³ Gara, A, Forbes (2015). *Four Banks Plead Guilty To Foreign Exchange Collusion, UBS Pleads Guilty To Wire Fraud*.

liquidez en el mercado y ralentizar los sistemas y el tiempo de procesamiento de las instrucciones de los otros participantes en el mismo.

Caso de Quote Stuffing en el mercado de valores estadounidense:

Nueve operadores, el director de negociación, el director de Compliance y Trillium Brokerage Firm fueron sancionados por utilizar herramientas de negociación de alta frecuencia (HFT) para manipular diferentes activos. FINRA indicó que la conducta de negociación de *Trillium* fue diseñada para influenciar a otros participantes del mercado a operar a precios artificiales ventajosos para *Trillium*.

Los sancionados ingresaban y cancelaban posturas compra y venta de grandes volúmenes con el fin de crear una falsa apariencia de liquidez, induciendo a otros operadores del mercado a actuar de manera confusa. Se comprobó que por medio de la ejecución de esta conducta, los operadores pudieron afectar los precios de ciertos activos llevándolos a niveles artificiales al dar la apariencia de presiones alcistas o bajistas por los mismos. Por medio de estas acciones, la compañía obtuvo precios ventajosos en 46.000 ocasiones, que bajo otras condiciones no habrían sido posibles.

Ni Trillium ni los operadores investigados admitieron o negaron los cargos imputados, aunque aceptaron los hallazgos de FINRA. Esta conducta fue reportada a FINRA por el Departamento de Vigilancia de NASDAQ.

2.1.5 Activación de órdenes

Consiste en la ejecución de operaciones o el ingreso de posturas en los sistemas de negociación por parte de los intermediarios, teniendo como objeto o efecto desencadenar la activación de órdenes límite recibidas con antelación, sacando provecho de éstas.

Caso de activación de órdenes en el mercado de divisas colombiano:

La Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV declaró responsable a un operador del mercado de divisas de la realización de conductas manipulativas¹⁴. La conducta del investigado consistía en la realización de operaciones a precios diferentes a los mejores operables, con la finalidad de activar otras órdenes de stop loss que habían sido impartidas por sus clientes. En el periodo analizado, octubre de 2014 a de junio de 2016, el investigado realizó 90 operaciones en las cuales se comprobó la agresión a puntas diferentes a las mejores operables.

A juicio de AMV, el investigado actuó siguiendo un patrón de comportamiento que se resumió de la siguiente forma: a) el operador agredió posturas que no eran las mejores

¹⁴ Esta decisión del Tribunal Disciplinario puede consultarse en la página web www.amvcolombia.org.co, sección "Disciplinaria". Resolución No. 4 del 4 de diciembre de 2017.

operables; b) no tenía una justificación para hacerlo, teniendo en consideración que tenía cupo con otros participantes que ofrecían o demandaban a mejores precios; c) tuvo como propósito la ejecución de órdenes stop loss que había recibido y acordado previamente con otros IMC; d) en todos los casos, el monto del stop loss ejecutado por el investigado fue superior al monto de la postura agredida.

2.1.6 Wash Trades

Consiste en la compra y venta de activos en operaciones separadas que no involucran un cambio de la propiedad efectiva ni la transferencia del riesgo de los activos. Tales operaciones, que pueden coincidir en precio, cantidad y momento de ingreso, son usadas con la intención de generar apariencia de liquidez en el mercado o una falsa impresión sobre el nivel de precios de un activo.

Caso de Wash Trades en la Bolsa de Valores de Singapur (SGX):

Tres operadores de la firma CIMB Securities utilizaron cuentas de sus clientes para realizar operaciones de compra y venta sobre las acciones de la compañía Zhongmin Baihui Retail Group Limited (ticket: ZMBH) las cuales coincidían en precio y volumen. De acuerdo con la Bolsa de Valores de Singapur (SGX)¹⁵, estas operaciones llegaron a representar el 90% del volumen negociado generando así una apariencia de liquidez.

En particular, entre enero y agosto de 2015, los acusados ejecutaron en 156 jornadas de negociación operaciones sobre la acción ZMBH bajo un esquema en el cual, a través del portafolio de 17 clientes, se realizaban compras y ventas a los mismos niveles de precios y cantidades manteniendo así el precio de la acción en una estabilidad inusual.

SGX afirmó que este tipo de esquema era parte de un plan para evitar la disminución del precio de la especie y de esta manera evitar pérdidas en que habrían incurrido los portafolios de los clientes si los movimientos en el precio se hubieran realizado de acuerdo con las fuerzas naturales de la oferta y la demanda. SGX concluyó que las transacciones no perseguían ningún objetivo económico al comprar y vender las acciones al mismo precio usualmente el mismo día de forma deliberada.

De acuerdo con el SGX las operaciones fueron realizadas con el fin de mantener los precios de los activos y generar interés del mercado en estos. Adicionalmente, SGX consideró que estos esquemas ocasionaban una falsa apariencia del mercado, afectaban las fuerzas normales de la oferta y la demanda, lo que a su vez distorsionaba el precio y los volúmenes de negociación de estos valores. Los acusados aceptaron los cargos por manipulación del mercado, fueron sancionados con multas entre USD \$35.000 y USD \$180.000 y suspendidos entre tres y seis meses.

¹⁵ La sanción fue impuesta por el Singapore Exchange Securities Trading Limited Disciplinary Committee. Disponible en: https://api2.sgx.com/sites/default/files/2018-06/GD_DC-2016-004%20to%206_Publication%20Copy.pdf

2.1.7 Parking

Consiste en la venta de activos sujeta a un acuerdo previo de que serán recomprados por el vendedor inicial, en un momento posterior. Estos acuerdos se dan por fuera de los mecanismos contractuales legítimos de intercambio de activos tales como operaciones de repos, simultáneas, TTV, swaps de monedas o similares. Este tipo de operaciones facilitan, entre otros, la afectación de indicadores financieros, regulatorios (i.e. relación de solvencia), estructurar negocios no permitidos u ocultar posiciones por encima de límites internos o regulatorios.

Caso de Parking en el mercado local:

El Tribunal de AMV sancionó a dos operadores por celebrar entre 2015 y 2017 al menos 30 operaciones de compraventa de valores las cuales, en conjunto, tenían características o efectos similares a las operaciones simultáneas.

Previo a la ejecución de las operaciones, los sancionados definieron los elementos materiales de las operaciones tipo simultáneas, tales como: plazo, rentabilidad, y precio de la operación de salida y de regreso. Sin embargo, las operaciones no eran registradas como tales, sino como operaciones de compra y venta definitivas de forma separada. AMV demostró que este esquema tenía como finalidad honrar compromisos adquiridos con clientes donde los operadores prometieron rentabilidades mínimas.

En desarrollo del esquema, parte de las operaciones de regreso quedaron por fuera de condiciones de mercado al ejecutarse a precios alejados respecto a los cuales se venía operando. Esto resultó adicionalmente en la afectación de otros clientes quienes fueron las contrapartes de tales operaciones.

En este caso, el Tribunal Disciplinario de AMV¹⁶ indicó que: "(...) la relevancia de registrar las operaciones en los sistemas de negociación radica en que garantiza los intereses jurídicos de transparencia e integridad de los mercados, dado que si al mercado se le entrega una información que no corresponde con la naturaleza del negocio celebrado, se afecta la formación de precios y se genera una situación de asimetría en la información que afecta directamente la transparencia e integridad (...)"

2.1.8 Difusión de rumores

Constituye la práctica en la cual se divulga información engañosa en relación con un emisor o activo con el objetivo de mover el precio en beneficio de una posición asumida previamente. Una vez los precios se modifican producto de la información falsa publicada la posición se cierra con el fin de obtener una ganancia.

¹⁶ La sanción impuesta por el Tribunal Disciplinario está disponible en:
[https://www.amvcolombia.org.co/2020/sanciones/Resoluciones/Res-2-\(01-2018-439\)-SR-15-5-2020.pdf](https://www.amvcolombia.org.co/2020/sanciones/Resoluciones/Res-2-(01-2018-439)-SR-15-5-2020.pdf)

Se tipifican dos modalidades:

- a. Pump and Dump: La toma de una posición larga en un valor o divisa, y la posterior difusión de información positiva engañosa sobre el activo que tiene como fin aumentar su precio. Cuando el precio se sitúa en un nivel artificialmente alto, se vende la posición larga.
- b. Trash and cash: La toma de una posición corta en un valor o divisa y la posterior difusión de información negativa engañosa sobre el activo que tiene como fin disminuir su precio. Cuando el precio ha bajado, se cierra la posición inicial.

Caso de difusión de rumores mercado estadounidense:

Michael A. Glickstein, propietario de la empresa de asesoramiento G Asset Management, emitió un comunicado de prensa engañoso en el que anunciaba la oferta de compra de una participación mayoritaria en la firma Barnes & Noble a USD\$22 por acción a través de su firma. Una vez publicado el anuncio, el precio de la acción subió de USD \$17,05 a USD \$18,99, lo que provocó que la Bolsa de Nueva York suspendiera temporalmente la negociación de este activo.

La Comisión de Bolsa y Valores (SEC)¹⁷ de Estados Unidos determinó que el comunicado emitido por G Asset era engañoso porque la compañía no contaba con la capacidad para financiar la oferta de compra de las acciones de Barnes & Noble y no existía ninguna base razonable para creer que podría financiarla en el futuro. Adicionalmente, demostró que G Asset había comprado previamente acciones de Barnes & Noble. La SEC demostró la intención de Michael A. Glickstein de beneficiarse vendiendo las acciones a precios más altos por medio de la manipulación de estos a través de la emisión del comunicado falso.

Finalmente, la SEC concluyó que los fondos de inversión de G Asset obtuvieron aproximadamente USD \$168.000 de beneficios como resultado de la venta de las acciones. G Asset y Glickstein, aceptaron los cargos de violación de las disposiciones de las leyes de valores y manipulación, se vieron obligados pagar USD \$175.000 por las ganancias indebidas y una multa de USD \$100.000. Adicionalmente, Glickstein fue expulsado del mercado de valores por cinco años.

2.1.9 Manipulación de Liquidez

A continuación, se presenta una situación en la que se afectó la liquidez de un valor, dando lugar a la violación del ordinal ii) del literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005.

¹⁷ Comunicado de prensa "SEC Charges Individual and Firm for Manipulative Press Release Announcing Takeover Bid" Disponible en: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-207.html>

Caso de manipulación de la liquidez de un valor de renta variable en el mercado colombiano:

En el año 2014 la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), sancionó a Coltec S.A. y al señor Alessandro Corridori¹⁸ por realizar operaciones que afectaron la fórmula de cálculo de la función de liquidez para la acción de la Bolsa Mercantil de Colombia (BMC). Dicha función era empleada, entre otros, para determinar cuáles acciones eran elegibles para la realización de operaciones REPO¹⁹.

La Superintendencia Financiera de Colombia pudo demostrar cómo mediante el patrón de negociación seguido por los sancionados, entre los años 2011 y 2012, se logró afectar la frecuencia de negociación de la acción, el cual era para la época uno de los tres componentes del cálculo de la función de liquidez que empleaba la Bolsa de Valores de Colombia²⁰, hecho que incidió en que la especie BMC fuera clasificada como acción líquida.

Los actos y operaciones que vulneraron el cálculo de la función de liquidez para la acción de la BMC, permitiendo que ésta fuera clasificada como líquida, beneficiaban a los sancionados, pues dicha clasificación hacía posible renovar las posiciones abiertas en repos pasivos que tenían sobre acciones de esa especie. De perder la calidad de acción líquida, además de no poder renovar los compromisos mediante nuevos repos pasivos, hubieran tenido que sumir costos adicionales como consecuencia del ajuste de garantías que dicha reclasificación implicaba.

Las sanciones por estos actos incluyeron multas que sumadas superaron los \$249 millones de pesos, además el señor Alessandro Corridori fue inhabilitado por 5 años para realizar operaciones de administración, dirección o control de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la SFC.

El detalle de los hechos aquí mencionados puede consultarse en las Resoluciones 144, 169, 765 y 907 de 2014 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

2.1.10 Squeeze

Se produce un *squeeze* cuando un participante obtiene las cantidades suficientes de un activo con la intención de influir en su precio. Lo anterior, no implica necesariamente tener el

¹⁸ En relación con el señor Alessandro Corridori, se reprocharon operaciones efectuadas en calidad de persona natural, así como por cuenta de la entidad "Invertácticas S.A.S." de la cual éste era dueño y representante legal.

¹⁹ Para la época de los hechos, la liquidez de las especies era uno de los criterios para la clasificación de los valores de renta variable. Dicha clasificación servía para determinar las ruedas que aplicaban a cada especie y los tipos de operaciones autorizadas.

²⁰ Para la época de los hechos la función de liquidez calculada por la BVC estaba conformada por los siguientes componentes: frecuencia, rotación y volumen. Los valores eran clasificados entre instrumentos líquidos y no líquidos.

control total sobre la emisión del mercado de valores, una compañía listada en bolsa o las divisas involucradas²¹.

Caso de Squeeze en el mercado del Reino Unido:

Mark Stevenson, operador del intermediario Credit Suisse Securities, compró £331 millones de una referencia de bonos del Gobierno del Reino Unido que era considerada ilíquida, en un solo día. Las compras de Stevenson representaron aproximadamente el 2.700% del volumen promedio diario negociado del bono en los cuatro meses anteriores y el 92% del volumen de ese día.

Producto de estas operaciones el precio del bono subió significativamente. Asimismo, las variaciones del precio y la rentabilidad fueron considerablemente superiores al compararse con los movimientos de activos similares. Posteriormente, Stevenson ofreció, a través de las operaciones de flexibilización cuantitativa realizadas por el Banco de Inglaterra, £850 millones de esta referencia que tenía en su portafolio incluyendo los £331 millones adquiridos recientemente. El precio de oferta se basó en el precio de mercado vigente, es decir, el precio que había sido manipulado e influenciado al alza por el propio Stevenson. Algunos operadores al percatarse de esta variación inusual en el precio y de las operaciones ejecutadas denunciaron el caso ante el Banco Central y la FCA.

La FCA²² concluyó que la negociación de Stevenson estaba diseñada para manipular el precio del bono con el objetivo de ofrecerlo al Banco de Inglaterra a un nivel artificial, aumentando así el beneficio potencial que podría obtener por la venta del bono. FCA impuso una multa por £662,700 al operador por abuso y manipulación y lo expulsó del mercado.

2.1.11 Marking the close

Consiste en la compra o venta deliberada de valores con el objetivo de alterar su precio de cierre²³. Esta práctica puede tener lugar cualquier día de negociación, sin embargo, está especialmente relacionada con fechas que son puntos de referencia de valoración de portafolios o índices como, por ejemplo, cierres trimestrales o anuales.

Caso Marking the Close en el mercado estadounidense:

Athena Capital Research desarrolló una serie de algoritmos denominados "Gravy" para llevar a cabo un esquema manipulador que fue ejecutado durante seis meses y consistía en influir en el precio de cierre de algunos de los valores negociados en Nasdaq.

²¹ Si bien esta conducta se puede presentar tanto en el mercado de divisas como en el de valores, es menos propensa en divisas por el volumen de los activos.

²² La sanción y el caso sancionado por el FCA se encuentra disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/mark-stevenson.pdf>

²³ Esta conducta es de mayor relevancia en mercados donde la valoración de los activos se realiza con base en su precio de cierre y no en el promedio de las operaciones del día.

A través de estos algoritmos, se enviaban órdenes de compra o venta de valores segundos previos al cierre del mercado con el objetivo de modificarlos en beneficio de las estrategias asumidas previamente por Athena. Por medio de este esquema, la entidad alcanzó una participación significativa al cierre de la negociación de determinados valores y sus operaciones llegaron a representar el 73% del volumen de operación en aquellos títulos en los que operó durante los dos últimos segundos de mercado.

De acuerdo con la SEC²⁴ los volúmenes de operaciones de Athena en el último segundo permitió a la firma influir en la liquidez del mercado e impulsar artificialmente los precios de cierre a su favor. Adicionalmente, algunos correos electrónicos entre el gerente de inversiones y funcionarios de la entidad demostraron que ellos eran conscientes del impacto del algoritmo en los precios al cierre del mercado. La SEC sancionó a Athena con una multa de USD \$1 millón por la manipulación del mercado.

3. Otras prácticas de operación que afectan la integridad del mercado de valores

Se han identificado otras tipologías de inobservancia a los deberes de administración de conflictos de interés, provecho indebido y/o uso indebido de información privilegiada. A continuación, se presentan las definiciones de algunas de estas tipologías que podrían afectar la integridad del mercado de valores:

3.1 Churning

Consiste en un esquema mediante el cual los operadores, por cuenta de sus clientes, realizan excesivas operaciones de intermediación (sucesivas compras y ventas) cuyo propósito es generar ingresos al intermediario, a través del cobro de comisiones o márgenes de intermediación. Las operaciones efectuadas mediante este esquema se caracterizan porque no corresponden con los objetivos de inversión de los clientes y/o resultan innecesarias.

Caso de Churning en el mercado estadounidense:

En septiembre del año 2012 la SEC sancionó a la firma de corretaje JP Turner & Company, así como a su presidente, William Mello, por fallar en la implementación de adecuados procedimientos para detectar y prevenir la defraudación mediante churning en las cuentas de sus clientes.

En este caso, siete inversionistas se vieron afectados cuando tres operadores de dicha entidad (Ralph Calabro, Jason Konner y Dimitrios Koutsoubos), entre enero de 2008 y diciembre de 2009, les realizaron excesivas operaciones en sus cuentas que generaron

²⁴ SEC. Administrative Proceeding File No. 3-16199. Disponible en: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2014/34-73369.pdf>

cobros de alrededor de \$845.000 dólares por concepto de comisiones, tarifas y márgenes. Por su parte, los defraudados obtuvieron pérdidas cercanas a los \$2,7 millones de dólares.

Ni la firma ni el señor Mello, aceptaron o negaron los cargos, pues antes llegaron a un acuerdo con la SEC mediante el cual, por una parte, la firma se comprometió a lo siguiente: i) contratar a un consultor independiente para revisar los procedimientos de la firma, con miras a prevenir futuras fallas y, ii) pagar en multas y sanciones un total de \$416.051 dólares. De otro lado, William Mello fue suspendido por cinco meses y debó pagar una multa de \$45.000 dólares.

Por este mismo proceso fueron levantados cargos contra tres operadores y el responsable del área de supervisión, quienes además de pagar cuantiosas multas, fueron objeto de sanciones que limitan su participación en el mercado²⁵, de acuerdo con los trámites administrativos de la SEC identificados con los números 3-15014 y 3-15015.

3.2 Préstamo de Pantalla

Las posturas que realicen los IMV por cuenta propia en las pantallas de negociación deben responder a sus propias necesidades o decisiones. En tal sentido, los IMV deben establecer medidas para no incurrir en la conducta denominada "préstamo de pantalla", mediante la cual, las posturas por cuenta propia del IMV realmente siguen instrucciones de un tercero sobre cómo operar en los sistemas de negociación²⁶.

²⁵ Para el caso de Michel Bresner, jefe de supervisión, los términos de la sanción fueron los siguientes: "(...) barred from association with a broker, dealer, investment adviser, municipal securities dealer, municipal advisor, transfer agent, or nationally recognized statistical rating organization, in a supervisory capacity (...)".

De otro lado, la sanción para los operadores Ralph Calabro, Jason Konner y Dimitrios Koutsoubos fue más restrictiva: "(...); barred from association with any broker, dealer, investment adviser, municipal securities dealer, municipal advisor, transfer agent, or nationally recognized statistical rating organization; (...)".

²⁶ Para el caso de préstamo de pantalla en el mercado cambiario, la Circular Única de Divisas de AMV establece que esta práctica afecta la transparencia y equidad en el manejo de información en dicho mercado (Carta Circular Única de Divisas, Numeral 1.5.2).

Anexo 1. Descripción de la problemática observada en el mercado transaccional de divisas

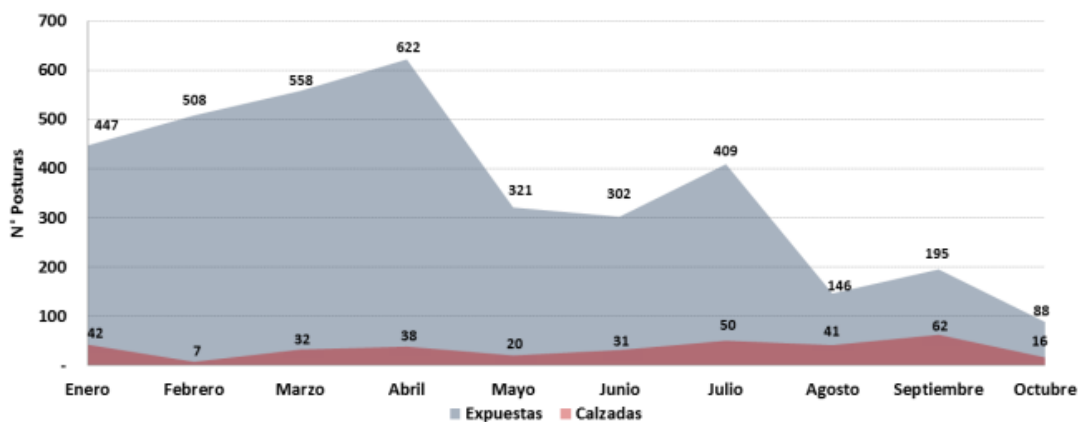
AMV en desarrollo de la función de supervisión prevista en el literal b del artículo 13 del RAVD²⁷, realizó una gestión de monitoreo de las posturas expuestas en el mercado, que posteriormente eran retiradas por los participantes. A continuación, se presentan los resultados del análisis del comportamiento de las posturas de US\$10 millones ingresadas en el sistema Set-Fx en el periodo comprendido entre enero y octubre de 2016. Este tipo de posturas se tomaron como referencia por corresponder en su momento al monto máximo permitido para el ingreso de posturas al sistema de negociación SET-FX. Su análisis comprendió, entre otros, los siguientes aspectos:

- Tiempo de permanencia de las posturas
- Número de posturas calzadas frente al número total de posturas
- Montos de las posturas calzados frente a los montos totales expuestos
- Comportamiento de las posturas ingresadas y retiradas frente a las operaciones de signo contrario ejecutado por el mismo operador en la misma jornada.

De los resultados de tal análisis se destacan las siguientes conclusiones:

Como se refleja en el gráfico número 1, para el periodo analizado, el número de posturas expuestas y retiradas del sistema excede considerablemente el número de posturas efectivamente calzadas.

Gráfica – N° 1 Posturas expuestas vs. calzadas (enero – octubre 2016)



Fuente: Set - Fx

²⁷ RAVD. Artículo 13. Función de Supervisión. "La función de supervisión consiste en la verificación del cumplimiento por parte de los sujetos de autorregulación de la normatividad aplicable, mediante la realización de las actividades que se consideren apropiadas para cumplir con tal fin, como las siguientes: (...) b) Monitoreo y vigilancia de las transacciones realizadas en los sistemas de negociación de divisas, así como las operaciones celebradas en el mercado mostrador que sean objeto de registro; (...)"

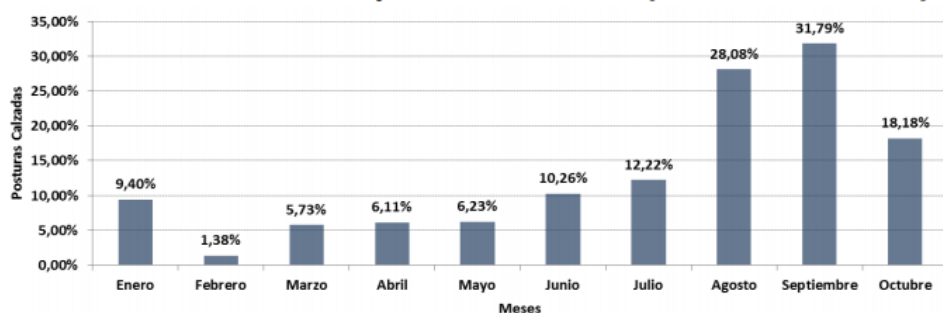
El promedio de posturas expuestas que dieron origen a la efectiva ejecución de operaciones, tomando como referente el total de posturas de US\$10 mm expuestas y retiradas en cada mes, tuvo el siguiente comportamiento:

Tabla – N° 1 Posturas expuestas vs. calzadas (enero – octubre 2016)

Mes	No calzadas	Calzadas	Expuestas	Diferencia	Calzado	No calzado
Enero	405	42	447	363	9,40%	90,60%
Febrero	501	7	508	494	1,38%	98,62%
Marzo	526	32	558	494	5,73%	94,27%
Abril	584	38	622	546	6,11%	93,89%
Mayo	301	20	321	281	6,23%	93,77%
Junio	271	31	302	240	10,26%	89,74%
Julio	359	50	409	309	12,22%	87,78%
Agosto	105	41	146	64	28,08%	71,92%
Septiembre	133	62	195	71	31,79%	68,21%
Octubre	72	16	88	56	18,18%	81,82%
Total	3.257	339	3.596	2.918	9,43%	90,57%

Fuente: Set - Fx

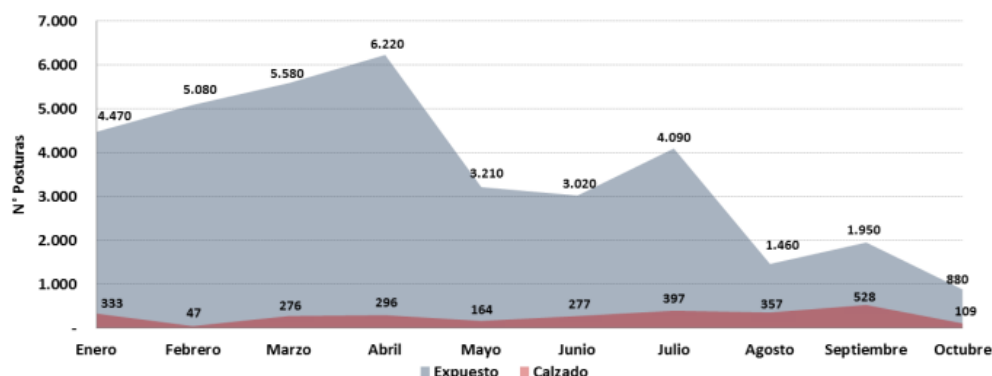
Gráfica N° 2 – Porcentaje de monto calzado (enero – octubre 2016)



Fuente: Set - Fx

El análisis de los montos expuestos frente a los ejecutados presentó el siguiente comportamiento para el periodo objeto de análisis:

Gráfica N° 3 – Monto expuesto vs. calzado (enero – octubre 2016)



* Cifras en millones de dólares

Fuente: Set - Fx

En términos porcentuales se refleja el siguiente comportamiento para cada uno de los meses analizados:

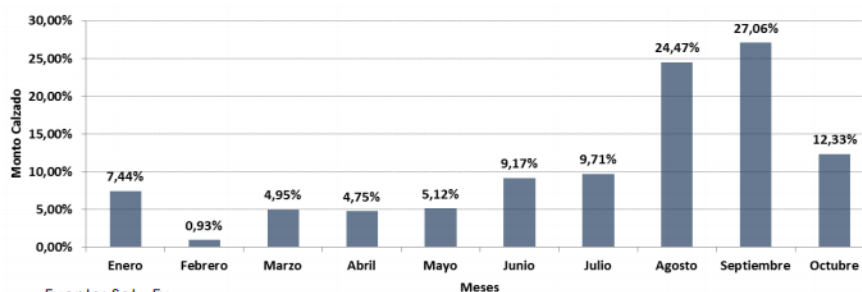
Tabla N° 2 – Monto expuesto vs. calzado (enero – octubre 2016)

Mes	No calzado	Calzado	Expuesto	Diferencia	Calzado	No calzado
Enero	4.138	333	4.470	3.805	7,44%	92,56%
Febrero	5.033	47	5.080	4.986	0,93%	99,07%
Marzo	5.304	276	5.580	5.028	4,95%	95,05%
Abril	5.925	296	6.220	5.629	4,75%	95,25%
Mayo	3.046	164	3.210	2.882	5,12%	94,88%
Junio	2.743	277	3.020	2.466	9,17%	90,83%
Julio	3.693	397	4.090	3.296	9,71%	90,29%
Agosto	1.103	357	1.460	746	24,47%	75,53%
Septiembre	1.422	528	1.950	895	27,06%	72,94%
Octubre	772	109	880	663	12,33%	87,67%
Total	33.177	2.783	35.960	30.394	7,74%	92,26%

* Cifras en millones de dólares

Fuente: Set - Fx

Gráfica N° 4 – Porcentaje monto calzado (enero – octubre 2016)



Fuente: Set - Fx

Adicionalmente, AMV realizó, para el mismo periodo, un análisis del tiempo de permanencia de las posturas de US\$10 mm ingresadas y retiradas del sistema. Dicho análisis, tal y como se refleja en la Tabla No 3, indica que el 53.6% de las posturas analizadas, permanecieron expuestas en el sistema por lapsos de entre 0²⁸ segundos y 2 minutos 32 segundos.

²⁸ Se advirtieron, en algunos casos, posturas expuestas por fracciones de segundos.

**Tabla N° 3 – Distribución por rangos de tiempo de exposición de posturas
(enero – octubre 2016)**

Rangos	Min	Max	Conteo	%	Posturas Calzadas	Monto expuesto	Monto Calzado	Monto calzado v.s expuesto
1	0:00:00	0:00:50	1.333	37,07%	40	4.470	333	7,44%
2	0:00:51	0:01:41	370	10,29%	19	5.080	47	0,93%
3	0:01:42	0:02:32	219	6,09%	19	5.580	276	4,95%
4	0:02:33	0:03:23	164	4,56%	14	6.220	296	4,75%
5	0:03:24	0:04:14	118	3,28%	21	3.210	164	5,12%
6	0:04:15	0:05:05	104	2,89%	11	3.020	277	9,17%
7	0:05:06	0:05:56	77	2,14%	15	4.090	397	9,71%
8	0:05:57	0:06:47	53	1,47%	8	1.460	357	24,47%
9	0:06:48	0:07:38	56	1,56%	7	1.950	528	27,06%
10	0:07:39	En adelante	1.102	30,65%	185	880	109	12,33%
Total			3.596	100,00%	339	35.960	2.783	7,74%

A partir de mayo de 2016 AMV adelantó gestiones de supervisión orientadas a conocer las razones que dieron origen a dicho comportamiento. A partir de tal fecha, se observó una reducción en los volúmenes de posturas expuestas que son posteriormente retiradas en periodos cortos de tiempo, sin observar una reducción en el volumen de las operaciones calzadas, el cual se mantuvo en el promedio observado en el mismo período, como se refleja en la gráfica No 1. Tampoco se evidenció una afectación de otras medidas de liquidez como el bid-ask spread y la profundidad.

Anexo 2. Otros casos sancionados por manipulación

A continuación, se ilustran otros casos sancionados por manipulación:

Caso de Wash Trades en el mercado estadounidense:

SMP Bank ingresó operaciones de compra y venta a los mismos niveles de precio y volumen sobre contratos de opciones del yen japonés cotizado en el Chicago Mercantile Exchange ("CME"), que no tenían efectos financieros y lograban un resultado de "lavado" (wash trade).

SMB Bank contaba con dos cuentas de inversión creadas a través de otros intermediarios. Por medio de una de sus cuentas, ingresaba órdenes de compra o venta a un determinado nivel de precio y monto. De manera inmediata, ingresaba, por la otra cuenta, operaciones contrarias que coincidían en precio y cantidades totales. Estas operaciones fueron realizadas en diferentes jornadas de negociación entre abril y mayo de 2011.

En particular, en uno de los días analizados, SMP Bank introdujo, a través de la cuenta "A", una orden para vender 100 contratos a un precio de ejercicio de 1.000 y a un nivel de 2.270. Posteriormente, por medio de la cuenta "B", ingresó dos órdenes para comprar 10 y 90 contratos a los mismos precios de la punta de venta.

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC)²⁹ determinó que este tipo operaciones violaron las disposiciones relacionadas con la prohibición de realizar ventas ficticias o wash trades por medio de la compra y venta simultánea de contratos idénticos de opciones a los mismos precios y cantidades, anulando el riesgo y sin un objetivo económico. Adicionalmente, estas operaciones generaban una apariencia de liquidez que no existía y enviaban precios al mercado que no eran reales. La CFTC impuso una multa de USD \$700.000 a SMP Bank.

Caso Squeeze en el mercado estadounidense:

El operador Philip Falcone, de la firma Harbinger Capital Partners, conoció que varias empresas de servicios financieros estaban vendiendo en corto los bonos de la firma canadiense MAAX Holdings. Posteriormente, durante septiembre y octubre de 2006, Falcone compró casi el 100% de la emisión de los bonos de MAXX Holdings a través de los fondos que él administraba. Lo anterior, con el objetivo de interferir en los precios de estos activos y evitar su préstamo a los vendedores en corto.

Dado que Falcone había adquirido una gran cantidad de este activo los precios se elevaron. Adicionalmente, lo anterior, produjo que los vendedores se vieran obligados a liquidar sus inversiones y los precios aumentaron aún más. Producto de este esquema, Falcone vendió los bonos a precios más altos y obtuvo ganancias por USD \$1.6 millones.

La SEC³⁰ determinó que: i) la interferencia de Falcone fue indebida ya que tenía la intención de afectar la interacción normal de la oferta y la demanda de los bonos; y ii) a través de este esquema Falcone logró manipular el precio de estos títulos. La SEC, por esta y otras conductas, impuso una multa a Falcone y a Harbinger Capital de USD \$18 millones y expulsó al operador del mercado.

²⁹ El caso puede ser consultado en: <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@enforcementactions/documents/legalpleading/enfsmpporder082712.pdf>

³⁰ Comunicado de prensa de la SEC: Philip Falcone and Harbinger Capital Agree to Settlement, disponible en: <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-159>

Bibliografía

Congreso de la República de Colombia. Ley 964 de 2005.

Autorregulador del Mercado de Valores. Reglamento de AMV.

Autorregulador del Mercado de Valores. Reglamento de Autorregulación Voluntaria den Divisas.

Autorregulador del Mercado de Valores. Carta Circular Única de Autorregulación Voluntaria en Divisas.

Commodity Futures Trading Commission (2012). *Order Instituting Proceedings Pursuant to Sections 6(C) And 6(D) Of The Commodity Exchange Act, As Amended, Making Findings And Imposing Remedial Sanctions.* Recuperado de: <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrenforcementactions/document/legalpleading/enfsmporder082712.pdf>

Comstock, Courtney (2010). Business Insider, *HUGE: First High Frequency Trading Firm is Fined For Quote Stuffing And Manipulation.* Recuperado de <http://www.businessinsider.com/huge-first-high-frequency-trading-firm-is-charged-with-quote-stuffing-and-manipulation-2010-9>

Department of justice of the United States (2015). *Five Major Banks Agree to Parent-Level Guilty Pleas.* Recuperado de: <https://www.justice.gov/opa/pr/five-major-banks-agree-parent-level-guilty-pleas>

Equity Trader Sentenced to 30 Months in Federal Prison and Ordered to Disgorge More Than \$3.5 Million in Illegal Profits on Securities Fraud Conviction. Recuperado de <https://www.fbi.gov/contact-us/field-offices/dallas/news/press-releases/equity-trader-sentenced-to-30-months-in-federal-prison-and-ordered-to-disgorge-more-than-3.5-million-in-illegal-profits-on-securities-fraud-conviction>

European Securities and Markets Authority (2015). ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation.

European Securities and Markets Authority (2015). Draft technical standards on the Market Abuse Regulation.

Financial Conduct Authority – FCA. *Tribunal upholds FSA decision to fine firm £8m for market abuse, 2013.* Recuperado de <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/tribunal-upholds-fsa-decision-fine-firm-%C2%A38m-market-abuse>

Financial Conduct Authority - FCA. *Final Notice.* FCA Reference Number: MAS01168. Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/publication/final-notice/mark-stevenson.pdf>

Financial Industry Regulatory Authority – FINRA. *FINRA Sanctions Trillium Brokerage Services, LLC, Director of Trading, Chief Compliance Officer, and Nine Traders \$2.26 Million for Illicit Equities*

Trading Strategy, 2010. Recuperado de: <https://www.finra.org/media-center/news-releases/2010/finra-sanctions-trillium-brokerage-services-llc-director-trading-chief>

Gara, A, Forbes, *Four Banks Plead Guilty To Foreign Exchange Collusion, UBS Pleads Guilty To Wire Fraud*. Recuperado de <https://www.forbes.com/sites/antoinegara/2015/05/20/four-banks-plead-guilty-to-foreign-exchange-collusion-ubs-pleads-guilty-to-wire-fraud/#6536ac885108>

Kern, A,(2013). Market Structures and Market Abuse. En G. Caprio. (Ed.), *Handbook of safeguarding Global Financial Stability: Political, Social, Cultural, and Economic Theories and Models* (pp. 375-385). Boston, Estados Unidos: Elsevier

Parlamento Europeo y del Consejo (2014). Reglamento (UE) No. 596/2014.

Parlamento Europeo y del Consejo (2016). Directiva 2014/57/UE.

Securities and Exchange Commission (1934). Securities Exchange Act of 1934.

Securities Exchange Commission (2012). Administrative Proceeding File No.3-15014. Recuperado de: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2012/34-67808.pdf>

Securities Exchange Commission (2015). Administrative Proceeding File No.3-15015. Recuperado de: <https://www.sec.gov/litigation/opinions/2015/33-9798.pdf>

Securities Exchange Commission – SEC. (2015). *SEC Charges Individual and Firm for Manipulative Press Release Announcing Takeover Bid*. Recuperado de: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-207.html>

Securities Exchange Commission – SEC (2013). SEC: Philip Falcone and Harbinger Capital Agree to Settlement. Recuperado de: <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-159>

Securities Exchange Commission – SEC (2014). Administrative Proceeding File No. 3-16199. Recuperado de: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2014/34-73369.pdf>

Singapore Exchange Securities Trading Limited Disciplinary Committee. (2016). Disciplinary Proceeding No.: SGX-DC-2016-004 SGX-DC-2016-005, SGX-DC-2016-006, Recuperado de: https://api2.sgx.com/sites/default/files/2018-06/GD_DC-2016-004%20to%206_Publication%20Copy.pdf

Superintendencia Financiera de Colombia (2014). Resolución número 0144 del 24 de enero de 2014.

Superintendencia Financiera de Colombia (2014). Resolución número 0169 del 31 de enero de 2014.

Superintendencia Financiera de Colombia (2014). Resolución número 0765 del 21 de mayo de 2014.

Superintendencia Financiera de Colombia (2014). Resolución número 0907 del 10 de junio de 2014.

The Wall Street Journal. (2014). *High-Frequency Trader Athena Capital Settles Stock-Manipulation Charges*. Recuperado de: <https://www.wsj.com/articles/athena-capital-settles-stock-manipulation-charges-with-sec-1413486055>

Tribunal Disciplinario de AMV. Resolución N° 2 del 15 de mayo de 2020, segunda instancia. Recuperado de: [https://www.amvcolombia.org.co/2020/sanciones/Resoluciones/Res-2-\(01-2018-439\)-SR-15-5-2020.pdf](https://www.amvcolombia.org.co/2020/sanciones/Resoluciones/Res-2-(01-2018-439)-SR-15-5-2020.pdf)

Tribunal Disciplinario de AMV. Resolución No. 4 del 4 de diciembre de 2017. Recuperado de: [https://www.amvcolombia.org.co/2020/sanciones/Resoluciones/Res-4-\(01-2016-395\)-SR-4-12-2017_Censurado.pdf](https://www.amvcolombia.org.co/2020/sanciones/Resoluciones/Res-4-(01-2016-395)-SR-4-12-2017_Censurado.pdf)

Tribunal Disciplinario de AMV. Resolución No. 16 del 11 de noviembre de 2016. Recuperado de: [https://www.amvcolombia.org.co/2020/sanciones/Resoluciones/Res-16-\(01-2014-366\)-SR-11-11-2016-SIN-3-Nombres.pdf](https://www.amvcolombia.org.co/2020/sanciones/Resoluciones/Res-16-(01-2014-366)-SR-11-11-2016-SIN-3-Nombres.pdf)