

# Manipuladores

Hace algunos días, el *Departamento de Justicia* de Estados Unidos sorprendió a la comunidad financiera internacional con la acusación formal a un grupo de operadores de un reputado banco de manipular los mercados financieros de metales durante ocho años. Léase bien: ¡Una conspiración de ocho años!

Los implicados simulaban órdenes de compra de contratos de futuros de diferentes metales preciosos que no buscaban ser ejecutadas. Su verdadero objetivo era engañar a otros inversionistas para que creyeran que existía una demanda elevada, y así presionar los precios de estos productos al alza. Una vez logrado su propósito, retiraban de manera instantánea esas órdenes falsas y ejecutaban inmediatamente una venta al ya elevado precio. También repetían el esquema en sentido contrario, es decir, engañando al mercado con la falsa sensación de un exceso de oferta lo que generaba una baja en el precio, y les permitía hacer compras más baratas.

Un símil algo imperfecto para entender estas maniobras podría ser el de un dueño de una obra de arte que, previo a ser vendida en una subasta, contrata a varios actores para que engañen al público simulando estar interesados en comprarla, con la única intención de hacer subir su precio final.

Esta conducta de manipulación financiera es conocida como *spoofing*. Aunque parece lejana, y algunas personas podrían excusarla haciendo referencia a la viveza o, en nuestro contexto, a la malicia crolla del operador, la realidad es que representa una grave amenaza a la integridad de los mercados de valores. Introducir información falsa a los sistemas de negociación afecta la correcta formación de precios y la eficiencia de los mercados. Tal es el daño que en países como Estados Unidos este comportamiento es sancionado con cárcel.

## ES CLAVE EN UN MERCADO COMO EL LOCAL EVITAR QUE SE SUME UNA ENFERMEDAD COMO EL SPOOFING

Afortunadamente, en Colombia las autoridades financieras también se han tomado en serio este tema. En el caso del *Autorregulador del Mercado de Valores (AMV)* la manipulación de liquidez o precios es un riesgo clasificado como prioritario, lo que permite que se generen importantes esfuerzos para combatirlo.

Consciente de que la mejor medicina es la prevención, *AMV* se ha enfocado en informar y visibilizar la gravedad de la conducta a través de la publicación de manuales-guías y de múltiples capacitaciones (en las que han participado más de 1.100 profesionales desde 2018). También ofrece reportes informativos a sus miembros sobre algunas de las señales para identificar este tipo de esquemas en sus operadores, con el fin de contribuir a mejorar los controles internos de las entidades.

De igual manera, cuando hay serios indicios de que la infracción efectivamente ocurrió, *AMV* le da prioridad disciplinaria para que su Tribunal Disciplinario juzgue los hechos y, de ser procedente, imponga sanciones ejemplarizantes.

Los resultados de esta estrategia ya se ven. Por ejemplo, en los últimos meses las señales de posibles esquemas manipulativos han prácticamente desaparecido de todos los sistemas de negociación de deuda pública.

En un mercado como el colombiano, que adolece de problemas de liquidez y profundidad por la poca participación de emisores e inversionistas, es clave evitar que se sume una nueva enfermedad como el *spoofing*. Sólo así podremos garantizar el desarrollo de un mercado íntegro y transparente, que continúe generando confianza a los inversionistas.



**MICHEL JANINA**  
Presidente del Autorregulador del Mercado de Valores - AMV  
@MichelJanina

# Un giro de 180°



**ANDRÉS PESCA**  
Vicepresidente de Mercados Energéticos de la Bolsa Mercantil de Colombia

Recuerdo que Luis Carlos Valenzuela en clase de Economía del Bienestar y Filosofía, nos contaba que María Mercedes Cuellar, cuando era directora del *Departamento Nacional de Planeación*, acostumbraba a decir que un concepto podía girar una sociedad en 180 grados. Es un recuerdo que traigo a colación porque a poco menos de cumplirse un año de la expedición de la Resolución 114 por parte de la *Comisión de Regulación de Energía y Gas (Creg)*, vemos cómo esta regulación es una evidencia de la frase.

La Resolución determinó los principios y condiciones que deben cumplir los mecanismos de comercialización de energía eléctrica para que sus precios sean reconocidos en el componente de costos de compras de energía al usuario regulado. Y, con la expedición de este marco regulatorio, la Comisión cerró un proceso de consulta que duró casi 15 años en 'tres y venires' entre propuestas y comentarios que se describen a continuación.

La primera iniciativa para promover la competencia en el mercado de contratos de energía eléctrica la presentó la *Creg* en enero de 2004, cuando planteó la creación del Sistema Electrónico de Contratos Normalizados Bilaterales (SEC).

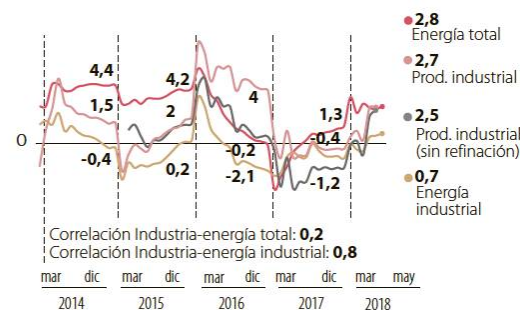
Este mecanismo se presentó como un sistema de transacciones electrónicas, administrado y operado por el Administrador del Sistema de Intercambios Comerciales (Asic, hoy parte de *XM*, filial de *ISA*), que permitía realizar transacciones comerciales de manera anónima y estándar entre agentes de mercado, mediante un mecanismo de subastas para la celebración y registro de contratos tipo pague lo contratado y contratos de opción.

Uno de los elementos centrales de la propuesta presentada por la Comisión, en ese entonces, era que el mecanismo sustituiría el de convocatorias y por lo tanto definía la obligatoriedad de participación por parte de generadores y comercializadores. De otro lado, este exigía la implementación de una cámara de riesgo central de contraparte que para la época no existía en el país y, el costo de su implementación, de alguna manera, también se convirtió en una barrera para la iniciativa regulatoria.

Cuatro años después de presentada esta iniciativa al mercado, en 2008, la propuesta transmutó al Mercado Organizado Regulado (MOR). En esta propuesta, las transacciones de compra y venta de energía eléctrica para suplir la demanda de los usuarios finales regulados serían realizadas mediante un mecanismo de subasta de forma centralizada y estandarizada. En esta ocasión, los comercializadores que representan la demanda

## PRODUCCIÓN INDUSTRIAL REAL Y DEMANDA DE ENERGÍA

(variación % año corrido, mayo de 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en BP-Statistical Review of World Energy 2017 / cálculos Anif con base en Dane y Xrn.

Gráfico: LR-GR

regulada participarían de forma obligatoria y los generadores de forma voluntaria.

Para la industria la propuesta no representaba un avance respecto al proceso de liberalización del mercado de energía eléctrica, pues como lo ha documentado Sally Hunt, autora del 'Making Competition Work in Electricity', el modelo de comprador único fue un esquema transitorio en las reformas del novena, cuando se migró de monopolio integrado verticalmente a competencia mayorista. De hecho, en Colombia, el mercado de energía mayorista diseñado en 1995 tenía como supuesto que tanto la actividad de generación como de comercialización eran actividades potencialmente competitivas.

## NUEVO MECANISMO ESTÁ ACORDE LA EXPERIENCIA EN ESTADOS UNIDOS Y EUROPA

La iniciativa regulatoria, adicionalmente, no contaba con un sistema de garantías robusto, lo que invitaba a revisar en mayor detalle cómo funcionaban las bolsas de commodities en aquellos países donde dichos mercados eran líquidos y profundos. En su momento, se empezó a insistir sobre la conveniencia que el mecanismo fuera promovido por agentes vigilados por la *Superintendencia Financiera de Colombia*.

Es así como a finales de 2017, la Comisión publicó para comentarios un documento para discusión de la industria en la que, de un lado, dejaba atrás la propuesta del MOR y de otro lado, definía los principios, características y reglas generales de lo que denominó el Mercado Estandarizado de Contratos, conocido en la industria como el MAE. En esta ocasión, mencionaba la *Creg* en el documento 106 de 2017, se analizó la posibilidad de articular los mecanismos de cobertura y señales de precio que se obtienen en los mercados de derivados, con el funcionamiento del mercado de energía y en la tarifa que se cobra al usuario final.

Un elemento esencial de esta nueva perspectiva mencionada por la *Creg* era que los mercados de derivados son regulados y controlados por la *Superintendencia Financiera*. Entendía la *Creg*,

en este sentido, que le era aplicables disposiciones y objetivos de intervención del Estado que varían con relación a los objetivos regulatorios por los que se debe guiar la Comisión en el cumplimiento de sus funciones. Esta propuesta, fue recibida, en su mayoría, de manera positiva por parte de la industria. Era un cambio de perspectiva positivo y conceptualmente robusto.

La Comisión, en la versión final de la Resolución *Creg* 114, incorporó las recomendaciones de los agentes en el sentido que los instrumentos de gestión de riesgo de mercado no fueran necesariamente valores o tuvieran una cámara de riesgo central de contraparte. En ese sentido, la perspectiva es lo suficientemente amplia para todos los proveedores de infraestructura que cumplan con los principios y condiciones establecidos.

Adicionalmente, estableció que los mecanismos de comercialización deben cumplir con cuatro principios: eficiencia, transparencia, neutralidad y fiabilidad. Y, finalmente, estableció un conjunto de condiciones generales sobre los mecanismos de comercialización, dentro de las que se puede mencionar, entre otros, la estandarización de los contratos objeto de negociación, el anonimato en el proceso de negociación y la gestión de riesgos ante el incumplimiento.

Tomando en cuenta el marco regulatorio definido por la *Creg*, la *Bolsa Mercantil*, desde el área de Mercados Energéticos, identificó una oportunidad para contribuir en el propósito de la Comisión de contar con mecanismos que aseguren precios eficientes y una minimización de los riesgos del mercado eléctrico al usuario final. Por eso, el pasado 4 de julio presentó a la Comisión su propuesta para promover un mecanismo de comercialización, que contribuirá a seguir consolidando 25 años de éxito y su crecimiento sostenible.

En ese sentido, el mecanismo de comercialización presentado a la Comisión no solo cumple con los criterios y condiciones definidos en la regulación, sino que crea un mercado OTC semi-estandarizado, una condición necesaria para el funcionamiento apropiado de los mercados de derivados y que es una experiencia común en EE.UU. y Europa.